

Green Bonds – vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan sääntelyn sääntelyteoreettista arviointia

3.9.2019

Jukka-Petteri Ranto

Pro gradu -tutkielma

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Ohjaaja: Kai Kokko



Tiedekunta – Fakultet – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Koulutusohjelma – Utbildningsprogram – Degree Programme Oikeustieteen maisterin koulutusohjelma	
Tekijä – Författare – Author Jukka-Petteri Ranto			
Työn nimi – Arbetets titel – Title Green Bonds – vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan sääntelyn sääntelyteoreettista arviointia			
Oppiaine/Opintosuunta – Läroämne/Studieinriktning – Subject/Study track Ympäristöoikeus			
Työn laji – Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma		Aika – Datum – Month and year 3.9.2019	Sivumäärä – Sidoantal – Number of pages 79
Tiivistelmä – Referat – Abstract <p>Tutkielmassa käsitellän vihreitä joukkovelkakirjoja koskevaa sääntelyä. Vihreät joukkovelkakirjat ovat suhteellisen uusi rahoitusinstrumentti, jossa keskeisenä määrittävänä tekijänä on varojen käyttäminen ympäristöä tai kestävää kehitystä tukeviin kohteisiin. Oikeudelliselta kannalta tarkasteltaessa vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyy kuitenkin tärkeitä kysymyksiä, kuten millä tavalla velkakirjan "vihreys" määritellään, miten vihreyteen liittyvistä ominaisuuksista tulisi tiedottaa sijoittajille, ja mitä mahdollisista väärinkäytöksistä seuraa. Koska vihreän joukkovelkakirjan tärkein erottava tekijä tavallisesta joukkovelkakirjasta on ympäristöllisten tavoitteiden edistäminen, edellä esitettyihin kysymyksiin vastaaminen on tärkeää toimivien vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoiden toiminnan ja sijoittajien luottamuksen kannalta.</p> <p>Tutkielman tutkimusmetodi on kuvailtavissa sääntelyteoreettiseksi, ja tutkimuksessa keskitytään vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan itsesääntelyn ja Euroopan unionin kestävä sijoittamista koskevan lainsäädäntöpakettin arviointiin. Lainsäädännön arviointi pohjautuu sääntelyteorian piirissä kehitettyihin sääntelystandardeihin, jotka olen tutkimuksessa rajannut sääntelyn vaikuttavuuteen ja kustannustehokkuuteen. Tutkielman keskeinen kysymys on se, miksi itsesääntelyn lisäksi tarvitaan oikeudellista sääntelyä.</p> <p>Esitän tutkimuksessa, että vaikka monet itsesääntelyyn yleisesti liitetyt edut toteutuvat myös vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan sääntelyn kohdalla, itsesääntely ei ollut riittävä sääntelykeino sijoittajien luottamuksen turvaamiseksi. Keskeinen itsesääntelyyn liittyvä ongelma on vihreitä joukkovelkakirjoja koskevien itsesääntelynormistojen suuri lukumäärä, mistä aiheutuu sääntelyn pirstaloitumista, ja siten epäselvyyttä esimerkiksi käsitteiden tai liikkeellelaskijan velvollisuuksien osalta. Toinen ongelma on itsesääntelyn vapaaehtoisuus, ja siitä aiheutuva itsesääntelyn tosiasialliseen noudattamiseen liittyvä epävarmuus.</p> <p>Tutkielman johtopäätöksenä on, että EU:n lainsäädäntöpaketti on katsottavissa perustelluksi sijoittajien luottamuksen turvaamiseksi ja läpinäkyvyyden lisäämiseksi vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoilla. Sekä sääntelyn vaikuttavuus että kustannustehokkuus ovat olleet kriteerejä, joilla lainsäädäntövaihtoehtoja on kartoitettu ja arvioitu lainvalmistelun aikana. Vaikka molempiin arviointikriteereihin liittyen sääntelyssä on tiettyjä ongelmia, esitän tutkimuksessa, että kokonaisuudessaan sääntely pyrkii korjaamaan havaitut sääntelyongelmat tarkoituksenmukaisella tavalla.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords kestävä sijoittaminen, kestävä kehitys, vihreä joukkovelkakirja			
Ohjaaja tai ohjaajat – Handledare – Supervisor or supervisors Kai Kokko			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

Sisällys

1.	Johdanto.....	3
2.	Lähtökohdat ja lähestymistapa	8
3.	Oikeudellisen sääntelyn vaihtoehto – vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan itsesääntelyn tarkastelua..	11
3.1	Itsesääntelystä sääntelykeinona	11
3.2	Green Bond Principles.....	13
3.2.1	Varojen käyttökohde.....	14
3.2.2	Projektien arvioimis- ja valitsemisprosessi	15
3.2.3	Varojen hallinnointi.....	16
3.2.4	Raportointi	16
3.3	Climate Bond Standard.....	17
3.3.1	Vaatimukset ennen velkakirjan liikkeellelaskua	18
3.3.2	Vaatimukset velkakirjan liikkeellelaskun jälkeen	19
3.3.3	Sertifikaatti	21
3.4	UN Principles of Responsible Investment	23
3.5	Miksi itsesääntelyn lisäksi tarvitaan julkisoikeudellista sääntelyä?	23
4.	Kestävää sijoittamista koskeva Euroopan unionin sääntely	28
4.1	Yleistä.....	28
4.2	Tausta	31
4.2.1	Ensimmäinen vihreä joukkovelkakirja	31
4.2.2	Pariisin ilmastopimus.....	32
4.2.3	YK:n kestävän kehityksen toimintaohjelma.....	32
4.3	Lainsäädännön valmistelu	34
4.3.1	Korkean tason asiantuntijaryhmän raportti.....	34
4.3.2	Kestävän kasvun rahoituksen toimintasuunnitelma.....	36
4.4	Kestävän taloudellisen toiminnan määritelmä.....	40
4.5	Tiedonantovelvollisuus.....	45
4.6	Vähähiilisyyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvot.....	49
4.7	Sääntelyteoreettinen arviointi ja sääntelystandardit	50
4.7.1	Vaikuttavuus.....	51
4.7.2	Kustannustehokkuus	59
4.7.3	Yhteenvedo sääntelyteoreettisista näkökulmista	68
5.	Lopuksi	70
	LÄHDELUETTELO	72
	LYHENTEET	78

1. Johdanto

Ilmastonmuutoksen haasteeseen vastaaminen ja niin sanotun kestävä kehityksen¹ aikaansaaminen ovat olleet jo vuosikymmeniä ihmiskunnan suurimpia haasteita, ja ne pysyvät sellaisina vielä pitkälle tulevaisuuteen. Miten voidaan pitää kiinni talouskasvusta, saavutetusta länsimaisesta elintasosta ja sen leviämisestä muuallekin maailmaan, turvata samanlaiset mahdollisuudet tuleville sukupolville ja pitää samalla huolta luonnosta ja maapallon tilasta?

Näihin haasteisiin vastaamiseen tarvitaan koko yhteiskunnan tukea. Uusilla innovaatioilla ja teknologioilla on merkittävä osa siinä, että nykyisestä elintasosta pystytään pitämään kiinni ilman, että maapallon resurssit loppuvat. Toisaalta uusien teknologioiden käyttöönotto vaatii investointeja ja pääomia, joilla innovaatioita voidaan toteuttaa.² Kun tällaisia nimenomaan ympäristöön ja kestävyteen liittyviä rahoitustarpeita on ilmennyt, on herännyt kysymys myös siitä, onko tällaisia tarpeita vastaavia rahoitusinstrumentteja olemassa.

Niin sanotulla kestävällä rahoituksella onkin tärkeä rooli ilmastonmuutoksen torjunnassa ja kestävä kehityksen aikaansaatamisessa. Kestävässä rahoituksessa on kyse sellaisista rahoitusinstrumenteista, joissa korostuvat pitkäjänteisyys ja ympäristöllisten, yhteiskunnallisten ja hallinnollisten tekijöiden mukanaolo sijoituspäätöksissä.³ Kestävä rahoituksen tarkoituksena on edistää talouskasvua kestävällä tavalla, esimerkiksi vähentämällä kasvihuonekaasujen päästöjä tai saasteita, minimoimalla jätteiden määrää tai pyrkimällä parempaan resurssitehokkuuteen.⁴

Oikeustieteellisen tutkimuksen näkökulmasta vihreää rahoitusta koskeva sääntely muodostaa mielenkiintoisen tutkimuskohteen. Yleensä sijoitusinstrumenteissa sijoittajan mielenkiinto kohdistuu sijoitustuotteen taloudelliseen suoritukseen. Kun vihreään sijoittamiseen kohdistuva kiinnostus lisääntyy, kasvaa samalla myös paine tällaista sijoittamista koskevaa sääntelyä kohtaan. Samalla herää kysymys siitä, *millaista* sääntelyn tulisi olla. Tämän tutkimuksen tiedonintressi kytkeytyykin siihen kysymykseen, miten vihreää sijoittamista tulisi säännellä, ja millaisia ongelmia sääntelyyn mahdollisesti liittyy.

¹ Kestävä kehitys voidaan määritellä usealla eri tavalla, mutta yksi vakiintuneimmista on ns. Brundtlandin komission määritelmä, jonka mukaisesti kestävällä kehityksellä tarkoitetaan kehitystä, joka tyydyttää nykyhetken tarpeet viemättä tulevalta sukupolvilta mahdollisuutta tyydyttää omat tarpeensa.

² On arvioitu, että investointeja tarvitsisivat erityisesti energiatehokkuuteen ja vähäpäästöisiin energialähteisiin liittyvät projektit. Ks. Brinkman 2009 s. 136-137.

³ Eurosif 2018 s. 12.

⁴ Ks. Eurosif 2018 s. 12 ja COM(2018) 353 final s. 1.

Vihreää sijoittamista, kuten muutakin sijoituspalvelualaa, koskeva lainsäädäntökehikko on varsin monitahoinen ja osin päällekkäinen itsensä kanssa.⁵ Kansallisella tasolla sijoitusinstrumentteja luonnollisesti säätelevät niitä koskevat kansalliset lait ja asetukset, kuten Suomessa arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746) ja sijoituspalvelulaki (14.12.2012/747). Myös Euroopan unionin lainsäädäntö sääntelee arvopaperimarkkinatoimintaa hyvin kattavasti.⁶ Lisäksi sijoitusinstrumentteihin liittyy paljon moninaista viranomaisten ja yksityisten tahojen julkaisemaa itsesääntelyä ja standardeja.⁷

Vaikka vihreää sijoittamista toki koskee yleinen arvopaperimarkkinalainsäädäntö, vihreän sijoittamisen erityispiirteet huomioon ottavaa sääntelyä ei ole kehittynyt, lukuun ottamatta tiettyä alan itsesääntelyä, kuten Green Bond Principles -itsesääntelynormistoa.⁸ Asiaan on kuitenkin tulossa muutos, sillä Euroopan unionin komissio on julkaissut kestävää sijoittamista koskevan lainsäädäntöpaketin⁹, jonka säädösten on tarkoitus tulla voimaan vuonna 2020. Tämä tarkoittaa voimakasta muutosta kestävää sijoittamista koskevaan sääntelykenttään.

Tutkimuskysymys onkin seuraava: miksi oikeudellista sääntelyä tarvitaan vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyen? Tähän kysymykseen pyrin vastaamaan etsimällä vastauksia seuraaviin alakysymyksiin: 1) mikä on vihreää sijoittamista koskevan itsesääntelyn sisältö, ja miksi itsesääntely ei ollut riittävää turvaamaan vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoiden toimintaedellytykset, 2) miten oikeudellisen sääntelyn tarve on perusteltu, ja 3) onko suunniteltu oikeudellinen sääntely tarkoituksenmukaista ottaen huomioon sääntelylle asetetut tavoitteet ja siitä aiheutuvat hyödyt ja haitat. Tarkoituksenmukaisuutta arvioin jäljempänä käsiteltävien sääntelystandardien avulla. Tiivistetysti tutkielma pyrkii siis vastaamaan kahteen kysymykseen: miksi oikeudellista sääntelyä tarvitaan, ja onko suunniteltu oikeudellinen sääntely tarkoituksenmukaista.

Vihreä sijoittaminen on varsin monimuotoinen ja epätarkkarajainen ilmiö. Tämä tutkimus keskittyy erityisesti vihreisiin joukkovelkakirjoihin¹⁰, joka toki on tärkeimpiä vihreän sijoittamisen muotoja. Monet tutkimuksessa esitetyt näkökulmat liittyvät kuitenkin yleisemminkin vihreään tai kestävään sijoittamiseen ilmiönä. Vihreillä joukkovelkakirjoilla on hyvin keskeinen asema kestävän

⁵ Turtiainen 2018 s. 20-21.

⁶ Yhteenveto EU:n finanssimarkkinoita koskevasta sääntelystä ks. esim. Turtiainen 2018 s. 27-49.

⁷ Julkiselta puolelta voidaan mainita esimerkiksi Finanssivalvonta, joka voi antaa finanssimarkkinoita koskevia määräyksiä. Kolmansien osapuolten julkaisemia, nimenomaan vihreitä joukkovelkakirjoja koskevista itsesääntelynormistoista voidaan mainita Green Bond Principles ja standardeista valmisteilla oleva ISO 14030 Green Bonds-standardi.

⁸ Itsesääntelyn käyttöä sääntelyvaihtoehtona ja sen vahvuuksia ja heikkouksia käydään tutkimuksessa läpi luvussa 3.

⁹ Ks. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en.

¹⁰ Myös ”vihreät joukkovelkakirjat” on käsitteenä laaja, ja sen sisälle mahtuu monenlaisia eri rahoitusinstrumentteja. Tähän jaotteluun ei kuitenkaan tässä tutkimuksessa mennä tätä syvemmälle.

sijoittamisen kentässä, ja niiden markkinat ovatkin kasvaneet voimakkaasti viime vuosina.¹¹ Toisaalta on hyvä pitää mielessä, että nopeasta kasvusta huolimatta vihreät joukkovelkakirjat ovat koko arvopaperimarkkinoiden kentällä vielä marginaalissa.¹²

Vihreät joukkovelkakirjat ovat jaoteltavissa yksityisiin ja julkisiin joukkovelkakirjoihin.¹³ Julkisia vihreitä joukkovelkakirjoja laskevat liikkeelle mm. kunnat ja julkisesti omistetut yritykset, yksityisiä sen sijaan monipuolinen joukko perinteisiä rahoitusinstituutioita, yrityksiä ja vakuutuslaitoksia. Jaottelulla ei kuitenkaan ole suurempaa merkitystä vihreän joukkovelkakirjan käsitteen kannalta, joten siihen ei palata enää myöhemmin tutkimuksessa.

Tutkimuksen kannalta keskeinen ongelma on se, miten sääntelyllä vaikutetaan tai voidaan vaikuttaa ns. viherpesun vaaraan vihreisiin sijoitusinstrumentteihin liittyen. Viherpesulla (green wash) tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että liikkeeseenlaskija pyrkii hyödyntämään vihreyteen ja ympäristöystävällisyyteen liittyvää positiivista mielikuvaa sijoitustuotteensa markkinoinnissa, vaikka itse sijoitustuote ei edistä tällaisia arvoja.¹⁴

Viherpesuun liittyy monia ongelmia, jotka voivat heikentää vihreiden sijoitusmarkkinoiden toimintakykyä. Selkein vaikutus lienee sijoittajien luottamuksen väheneminen vihreitä joukkovelkakirjoja kohtaan vakavasti otettavana sijoitusinstrumenttina.¹⁵ Tärkein elementti, joka erottaa vihreän joukkovelkakirjan tavallisesta joukkovelkakirjasta, on kerättyjen varojen käyttäminen ympäristöä jollain tavalla parantaviin kohteisiin. Mikäli tämä tavoite ei toteudukaan, sijoitustuotteen uskottavuus heikkenee, millä on heikentävä vaikutus kestävien sijoitustuotteiden markkinoihin. Lisäksi ongelmalla on vielä laajempikin vaikutus: vihreiden joukkovelkakirjojen toivotaan muiden vihreiden sijoitusinstrumenttien ohella toimivan osaratkaisuna moniin ilmastomuutokseen ja muihin ympäristöön liittyviin uhkakuihin: jos vihreät joukkovelkakirjamarkkinat osoittautuvat toimimattomiksi, samalla tällaiset ympäristön tilan parantamiseen liittyvät tavoitteet voivat jäädä toteutumatta.

¹¹ Ks. esim. EuroSIF 2018 s. 50-52.

¹² G20 Green Finance Study Group, G20 Green Finance Synthesis Report, s. 2.

¹³ Joukkovelkakirja voidaan kuvailla matalariskiseksi rahoitusmuodoksi, jolla joukkolainan liikkeeseenlaskija kerää rahoitusta pidemmän aikavälin projektien toteuttamiseen. Ks. esim. Bailey 2005 s. 281-283 ja Tepora ym. 2016 s. 499-500.

¹⁴ Esimerkkinä kyseenalaisesta vihreästä joukkovelkakirjasta on Yhdysvaltojen Massachusettsissa ollut tapaus, jossa vihreällä joukkovelkakirjalla rahoitettiin parkkihalli. Parkkihallissa itsessään oli mm. sähköautojen latauspisteitä, mutta parkkihallin rakentamisen on katsottu kannustavan autoilun lisäämiseen, mikä ei sopisi yhteen ympäristöystävällisyyden kanssa. Ks. 'Green Bonds' for a Parking Garage?, <https://www.wsj.com/articles/green-bonds-for-a-parking-garage-1426176294>.

¹⁵ Sijoittajien luottamuksen korostaminen on perusteltua erityisesti siitä syystä, että sääntelemättömillä tai vain kevyesti säännellyillä markkinoilla luottamuksen palauttaminen on vaikeaa sen jälkeen, kun väärinkäytöksiä on ilmennyt. Ks. Wang 2018 s. 484 alaviitteineen.

Vihreitä joukkovelkakirjoja koskevassa keskustelussa on toisaalta joskus esitetty, että sijoittajia ei aina kiinnostakaan edes vihreisiin velkakirjoihin liittyvät ympäristökysymykset, kunhan sijoitusten tuotto ei ole tavanomaista heikompi.¹⁶ Erityisesti suurempien institutionaalisten sijoittajien kohdalla on esitetty, että laajemmista due diligence- ja muista selvityskustannuksista ei olla halukkaita maksamaan heikentyneen tuoton muodossa. On tällaisella kritiikillä perustetta tai ei, on joka tapauksessa huomattava tiedon merkitys finanssimarkkinoiden toiminnalle: jotta markkinat voivat toimia tehokkaasti, sijoittajilla on oltava riittävästi tietoa informoitujen sijoituspäätösten tekemiseksi.¹⁷ Tiedon puute voi vaikeuttaa paitsi ympäristöllisten tavoitteiden arviointia, myös sijoitustuotteen riskiin ja tuotto-odotuksiin liittyvää arviointia.¹⁸

Terminologia

Terminologia vihreään ja vastuulliseen sijoittamiseen liittyen on varsin monimuotoista ja täsmentymätöntä. Vihreiden joukkovelkakirjojen (Green Bonds) lisäksi samankaltaisissa yhteyksissä usein käytettyjä termejä ovat mm. sosiaalinen joukkovelkakirja (Social Bond), ilmastojoukkovelkakirja (Climate Bond) ja kestävä joukkovelkakirja (Sustainability Bond). Lisäksi juuri vihreä, vastuullinen ja kestävä sijoittaminen esiintyvät usein varsin täsmentymättöminä käsitteinä, ja joskus myös synonyymeinä keskenään. Käytän tässä tutkimuksessa termejä vihreä ja kestävä sijoittaminen synonyymeinä ympäristöystävällisyyttä ja ilmastoa korostavina käsitteinä; yleisesti ottaen kestävään ja vastuulliseen sijoittamiseen kuuluu usein myös sosiaalisia tai yritysten hallintoon liittyviä näkökohtia, mutta ne jäävät tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

Miksi Green Bondit?

Joukkovelkakirja on sen liikkeeseenlaskijalle tapa kerätä pääomaa markkinoilta, ja siihen sijoittajalle se on tapa säästää ja kerätä tuottoa sijoitetuille varoille. Vihreä joukkovelkakirja on sisimmiltään tavallinen joukkovelkakirja, jossa kerätyt varat vain käytetään ympäristöystävällisiin kohteisiin. Herääkin siis kysymys, miksi vihreisiin joukkovelkakirjoihin sijoitetaan ja miksi niille on tarvetta. Ensimmäinen selitys on se, että sijoittajat haluavat, että heidän varojaan käytetään eettisiin tarkoituksiin.¹⁹ Sijoittajat siis haluavat kokea, että saavat sijoituksillaan aikaan joitain positiivisia

¹⁶ Ks. esim. Reflections on Legal Issues Associated with Green Bonds, <https://www.climatebonds.net/2015/05/reflections-legal-issues-associated-green-bonds-reflection-climate-bonds-senior-fellow>. Toisaalta juuri institutionaaliset sijoittajat ovat olleet tähän asti pääosin vastuussa kestävä sijoittamisen kasvusta. Ks. EuroSIF 2018 s. 76.

¹⁷ Informaation merkitys markkinoiden tehokkaalle toiminnalle on yleisesti tunnustettu, mutta se, tuleeko tiedon tuottaminen olla markkinatoimijoiden omalla vastuulla vai pitäisikö tiedotusvelvollisuuksista olla säädetty tarkkaan laissa, on ollut pitkään finanssioikeudellisen keskustelun kohteena. Ks. esim. Easterbrook - Fischel 1984 s. 673.

¹⁸ Wang 2018 s. 482 ja Baily 2015 s. 458.

¹⁹ Ks. Kim 2018 s. 11.

vaikutuksia, ja sijoituksen tuotto on pienemmässä roolissa. Erityisesti yksityishenkilöiden kohdalla on korostettu tällaisia omantunnon mukaiseen sijoittamiseen liittyviä tekijöitä.

Toinen mahdollinen selitys on samankaltainen kuin ensimmäinenkin, mutta erilaisella painotuksella. Usein vihreiden joukkovelkakirjojen yhteydessä korostetaan sitä, että velkakirjan tuotto-odotukset ovat samat kuin normaaleillakin joukkovelkakirjoilla.²⁰ Tällöin kysymys siitä, miksi sijoittaa vihreisiin joukkovelkakirjoihin, kääntyykin toisin päin: miksi ei? Jos tuotto- ja riskiodotukset pysyvät samoina tavallisten ja vihreiden joukkovelkakirjojen välillä, vihreät joukkovelkakirjat voivat saada sijoittajien keskuudessa etua positiivisista ympäristövaikutuksista johtuen.

Ympäristönäkökulmien huomioon ottamisella voi olla myös taloudellisesti positiivinen vaikutus sijoituspalvelujen tarjoajien kannalta.²¹ Yrityksen ympäristöasioista huolehtiminen voi korreloida muutenkin huolellisen hallinnon kanssa, ja vastaavasti ympäristöasioiden laiminlyönti voi tarkoittaa taloudellisia riskejä esimerkiksi vahingonkorvausvastuun muodossa. Varainhoitajat ovat todenneet, että niin sanottujen ESG-tekijöiden (Environmental, Social, Governance-)²² huomioon ottamisella voi olla monia hyötyjä. Tällaisia ovat mm. pitkän tähtäimen positiiviset vaikutukset taloudelliseen tulokseen, salkkujen riski/tuotto-suhteen parantuminen, mainehyöty ja uusien asiakkaiden saaminen.²³

Vihreät joukkovelkakirjat ovat mielenkiintoisessa asemassa, sillä perinteisesti arvopapereihin tai sijoitusinstrumentteihin ei ole liitetty ympäristönsuojelullisia elementtejä. Vihreitä joukkovelkakirjoja koskeva sääntely on luonteeltaan arvopaperimarkkinasääntelyä, mutta sen keskeisenä tarkoituksena on myös ympäristöön liittyvien tavoitteiden edistäminen. Tämä tuo osaltaan omia erityiskysymyksiään sääntelyn ominaisuuksiin liittyen.

Tutkielma etenee seuraavasti. Tutkielma on jaettu kahteen osaan, josta ensimmäinen käsittelee vihreitä joukkovelkakirjoja koskevaa itsesääntelyä. Osassa käydään läpi itsesääntelyn keskeinen sisältö siltä osin kuin se on tarpeellista tutkimuksen tavoitteiden kannalta. Tämän lisäksi osiossa analysoidaan sitä, miksi itsesääntelyn lisäksi tarvitaan oikeudellista sääntelyä. Jälkimmäinen osa keskittyy valmisteilla olevaan EU-tason vihreää sijoittamista koskevaan lainsäädäntöön ja sen

²⁰ Wang 2017 s. 472.

²¹ Yleisestikin ottaen ESG- ja kestävyystekijöiden huomioon ottamisella voi olla monia positiivisia vaikutuksia liike-elämän kannalta. Ks. Blackburn 2015 s. 27-30.

²² Ympäristöön liittyviä tekijöitä ovat mm. ilmastonmuutos ja siihen varautuminen, saasteet, resurssien käyttö ja jäteongelmat. Sosiaaliset tai yhteiskunnalliset tekijät viittaavat mm. työntekijöiden olosuhteisiin (sisältäen esimerkiksi lapsi- ja orjatyövoiman), paikallisten yhteisöjen huomioon ottamisen ja turvallisuustekijät. Hallinnolliseen puoleen kuuluvat puolestaan mm. verojen maksaminen, lahjonta, korruptio, johdon palkkiot ja hallituksen organisointi.

²³ COM (2018) 354 final s. 8.

sääntelyteoreettiseen arviointiin. Aluksi luvussa 2 käydään kuitenkin ensiksi läpi tutkimuksen metodologiset lähtökohdat.

2. Lähtökohdat ja lähestymistapa

Tutkimukseni keskittyy vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan sääntelyn ja sen taustojen arvioimiseen. Aihetta lähestytään erityisesti lainvalmisteluun ja lainsäädännön kriittiseen analyysiin perustuvien näkökulmin. Tutkielman lähestymistapa on siten kuvailtavissa sääntelyteoreettiseksi. Sääntelyteoria on oikeastaan yleisnimitys niille tutkimussuuntauksille, joissa lainsäädäntöä tutkitaan yhteiskunnallisista näkökulmista käsin.²⁴ Sääntelyteoria on saanut vaikutteita mm. taloustieteestä, sosiologiasta ja psykologiasta. Sääntelyteoriassa oikeus nähdään ennen kaikkea instrumenttina²⁵, jolla pyritään toteuttamaan yhteiskunnallisia tavoitteita ja ohjaamaan sääntelykohteiden käyttäytymistä.²⁶

Sääntelyteoriassa tutkimuskysymyksenä on usein sääntelyn tarkoituksenmukaisuus. Tarkoituksenmukaisuudella tarkoitetaan perinteisesti sitä, voidaanko sääntelyllä saavuttaa sille asetetut tavoitteet, ja tapahtuuko se optimaalisesti. Optimaalisella lainsäädännöllä tarkoitetaan yleisesti sitä, että lainsäädännön tavoitteet saavutetaan siten, että sääntelystä aiheutuva taakka on mahdollisimman vähäinen mm. yritystoiminnalle ja yhteisöille.²⁷

Itse sääntelyn käsitettä on myös syytä selventää. Perinteisesti sääntelyllä tarkoitetaan oikeudellista sääntelyä, jolla tarkoitetaan siis valtion tai yleisemmin julkisen vallan toimintaa, jonka tarkoituksena on yhteiskunnan ohjaaminen.²⁸ Laajempi käsitys sääntelystä kattaa kaikenlaisen toiminnan, jossa on mukana jonkin toimijan järjestelmällinen pyrkimys vaikuttaa muiden toimijoiden käyttäytymiseen asettamalla ohjeita ja standardeja.²⁹ Esimerkiksi itsesääntelyssä kyse on jonkin yksityisen toimijan asettamista säännöistä tai standardeista, joiden noudattaminen perustuu yleensä vapaaehtoisuuteen³⁰.

²⁴ Tutkimuksen metodologisesta sijoittamisesta olisi mahdollista käydä laajempikin keskustelu. Sääntelyteorian tutkimusintressejä lähellä olevia tutkimussuuntauksia ovat myös mm. lainsäädäntötutkimus ja oikeuspoliittinen tutkimus. Määttä käyttää termiä ohjauskeino- ja arviointitutkimus sääntelyteoriaa väljemmästä tutkimussuuntauksesta, jossa tutkimuskysymyksiin kuuluu lainsäädännön arvioiminen. Kokko sen sijaan käyttäisi sääntelyteoriaa ja oikeusdogmaattista tutkimusta yhdistelevästä tutkimussuuntauksesta käsitettä sääntelytutkimus. Ks. esim. Tala 2004, Määttä 2015 ja Kokko 2017.

²⁵ Oikeuden instrumentalistisesta luonteesta ks. Tala 2001 s. 2-4.

²⁶ Sääntelyteoriasta ks. esim. Määttä 2002 s. 132-142.

²⁷ Ks. Määttä 2002 s. 134 ja Tala 2005 s. 89-90.

²⁸ Sääntely-käsitteellä ei ole vakiintunutta sisältöä, ja eri kirjoittajat voivatkin tarkoittaa ”sääntelyllä” eri asioita. Ks. Black 2010 s. 128-144.

²⁹ Kokko 2017 s. 3-4.

³⁰ Kuten Tala on huomauttanut, itsesääntelyn vapaaehtoisuus toteutuu kahdella tasolla. Ensinnäkin itsesääntelyn luominen ja ylläpitäminen on vapaaehtoista. Toiseksi myös itsesääntelyn noudattaminen on vapaaehtoista. Ks. Tala

Itsesääntelyn noudattamisen etuina voi olla esimerkiksi mainehyöty tai jäsenyys itsesääntelyorganisaatiossa.

Tutkielma lähtee siitä perusolettamasta, että sääntelytarpeen taustalla on markkinoiden toimimattomuus.³¹ Sääntelyteoriassa olennainen termi onkin ns. markkinahäiriön käsite. Markkinahäiriö tarkoittaa jotain sellaista tekijää, jonka takia markkinat eivät toimi halutulla tavalla.³² Kuten myöhemmin tullaan huomaamaan, keskeinen vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyvä markkinahäiriö on informaation epätäydellisyys³³. Informaation epätäydellisyys koskee mm. vihreän joukkovelkakirjan määritelmää sekä sitä, miten kestävyystekijöistä tulisi tiedottaa sijoittajille. Liian vähäinen informaatio markkinoilla johtuu usein siitä, että tiedon tuottamisesta aiheutuu kuluja, minkä takia markkinatoimijoilla ei ole intressiä huolehtia asiasta.³⁴ Oikeudellinen sääntely on usein käytetty ratkaisukeino informaation epätäydellisyyteen, mutta se ei ole ainoa vaihtoehto.³⁵

Toisaalta sääntelyteorian taustalla on usein pragmatistinen lähestymistapa, ts. oletuksena ei ole myöskään se, että viranomaislähtöinen sääntely automaattisesti aina ratkaisisi ongelman optimaalisesti. Pelkällä markkinahäiriön olemassaololla ei voida perustella nimenomaan oikeudellisen sääntelyn tarvetta. Häiriön korjaamiseen voi olla jokin muu, parempi ratkaisu, tai markkinahäiriötä ei välttämättä ylipäättään tarvitse korjata. Tästä syystä oikeudellisen sääntelyn tarvetta ja tarkoituksenmukaisuutta on arvioitava tapauskohtaisesti.³⁶

Lisäksi sääntelyteoriassa on usein lähtöoletuksena ns. lainsäätäjän rationaalisen päätöksenteon malli. Malli tarkoittaa tiivistettynä sitä, että lainsäätäjän oletetaan valitsevan tarkoituksenmukaisimman toimintavaihtoehdon, sen jälkeen kun ratkaistavana oleva ongelma on ensin tunnistettu ja erilaiset ratkaisuvaihtoehdot on selvitetty ja niitä on verrattu keskenään. Vaikka rationaalisen päätöksenteon mallia kohtaan on esitetty kritiikkiä, se on pysynyt käyttökelpoisena teorianä lainsäätäjän valintojen tarkastelulle.³⁷

Sääntelyteorian sisällä tutkielma edustaa osittain sekä normatiivista että positiivista sääntelyteorian suuntausta. Normatiivisessa sääntelyteoriassa tutkitaan sitä, minkälainen ohjauskeino tai

2010 s. 187. On tosin huomattava, että tämä koskee vain ”puhdasta” itsesääntelyä, sillä joissain itsesääntelyn muodoissa julkinenkin taho voi olla mukana esimerkiksi itsesääntelyn käynnistäjänä tai valvojana.

³¹ Sääntelyn taustalla voi yleisesti ottaen olla muitakin tekijöitä, kuten esimerkiksi yhteiskunnallisten epäoikeudenmukaisuuksien korjaaminen, mutta niihin ei keskitytä tässä tutkimuksessa. Markkinoiden toimimattomuudesta sääntelyn taustatekijänä ks. esim. Baldwin ym. 2012 s. 15 ja Kokko – Similä 2009 s. 75.

³² Ks. esim. Baldwin ym. 2012 s. 15 ja Sunstein 1990 s. 47-55.

³³ Informaation epätäydellisuuden esiintymismuodoista ks. esim. Beales ym. 1981 s. 503-509.

³⁴ Baldwin ym. 2012 s. 18.

³⁵ Sunstein 1990 s. 52-53.

³⁶ Määttä – Kauniainen 1999 s. 24 ja Noll 1989 s. 1258.

³⁷ Ks. esim. Tala 1999 s. 72-76.

sääntelyvaihtoehto palvelee parhaiten tietyn yhteiskuntapoliittisen tavoitteen saavuttamista.³⁸ Kyse on siis edellä käsitellystä sääntelyn tarkoituksenmukaisuudesta. Positiivisessa sääntelyteoriassa tutkitaan sen sijaan lainsäätäjän valintoihin liittyviä tekijöitä. Tässä tutkimussuuntauksessa keskitytään erityisesti lainsäädännön taustalla oleviin intresseihin.³⁹ Normatiivinen ja positiivinen sääntelyteoria eivät ole irrallisia tai toisensa poissulkevia suuntauksia, vaan pikemminkin ne ovat vuorovaikutussuhteessa, ja niiden tulee muodostaa kokonaisuus⁴⁰. Tässä tutkimuksessa sivutaan molempia edellä käsiteltyjä kysymyksiä kysymällä, mitkä ovat syyt, jotka johtivat oikeudellisen sääntelyn tarpeeseen, ja arvioimalla kyseistä oikeudellista sääntelyä tarkoituksenmukaisuusnäkökulmista.

Positiivisessa sääntelyteoriassa keskeisessä asemassa ovat niin sanotut legitimointistrategiat, joilla pyritään parantamaan sääntelyn hyväksyttävyyttä sekä yleisesti että erityisesti sääntelyn kohderyhmän keskuudessa.⁴¹ Osa legitimointistrategioista on käytössä lähes aina lainsäädäntöprosessissa, jotkut taas ovat tilannekohtaisempia. Yleisimpiä legitimointistrategioita ovat mm. erilaisten kuulemistilaisuuksien järjestäminen lainvalmistelussa, sidosryhmien mukaanotto lainsäädäntöprosessiin, asiantuntemustiedon käyttäminen ja tehokkuuden korostaminen lainsäädännön perusteluna.⁴²

Sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden arvioiminen on aina jossain määrin subjektiivista. Jotta sääntelyteoreettinen arviointi voisi kuitenkin olla tieteellisen keskustelun kohteena, tarvitaan joitain yhteisiä käsitteitä ja mittapuita. Sääntelyteoriassa onkin kehitetty tällaisia ns. sääntelystandardeja⁴³, joiden avulla sääntelyä voidaan tieteellisesti arvioida. Sääntelystandardeille ei ole mitään universaalisti hyväksyttyä sisältöä, ja Similä huomauttaakin, että periaatteessa standardeja voi keksiä lähes loputtomasti.⁴⁴ Yleensä sääntelystandardeina käytetään kuitenkin mm. sääntelyn vaikuttavuutta, kustannustehokkuutta⁴⁵, oikeudenmukaisuutta ja hyväksyttävyyttä.⁴⁶ Tässä tutkimuksessa olen rajannut käyttämäni sääntelystandardit vaikuttavuuteen ja kustannustehokkuuteen. On myös huomattava, että sääntelystandardit eivät yksiselitteisesti vie kohti

³⁸ Kanninen – Määttä 1999 s. 23.

³⁹ Kanninen – Määttä 1999 s. 23.

⁴⁰ Määttä 2002 s. 135.

⁴¹ Legitimointistrategioista ks. esim. Baldwin 1995 s. 41–46.

⁴² Baldwin ym. 2012 s. 26–31.

⁴³ Sääntelystandardien ohella voidaan puhua myös esimerkiksi ”hyvän sääntelyn ominaisuuksista.” Huomionarvoista on se, tällaisten kriteerien sisältö voi vaihdella oikeudenaloittain. Ks. esim. Määttä 2009 ja Baldwin ym. 2012.

⁴⁴ Similä 2002 s. 199.

⁴⁵ Tehokkuuden käsite on ollut erityisesti oikeustaloustieteessä mittavan tieteellisen keskustelun kohteena.

Tehokkuudelle on kehitetty erilaisia alakäsitteitä, kuten paretotehokkuus, Kalder-Hicks-kriteeri, dynaaminen tehokkuus ja staattinen tehokkuus. Tässä tutkimuksessa ”kustannustehokkuudella” tarkoitetaan lainsäädännön tavoitteiden saavuttamista mahdollisimman alhaisin kustannuksin.

⁴⁶ Ks. esim. Kokko 2016 s. 39. Tämä on kuitenkin vain yksi tapa jaotella sääntelystandardeja.

täydellistä lakia, vaan nekin voivat olla keskenään ristiriidassa, ja optimaalinen lopputulos voi olla eräänlainen kompromissi, joka parhaiten ottaa huomioon erisuuntaiset intressit.

Kuten todettu, sääntelyn vaikuttavuus on yksi standardi, jolla sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta voidaan mitata. Vaikuttavuudella on kuitenkin eri merkityssisältöjä. Ensinnäkin sääntelyn vaikuttavuudella voidaan tarkoittaa sitä, mitkä seikat joko puoltavat tai heikentävät sääntelyn toimivuutta ja *mahdollisuuksia* saavuttaa asetetut tavoitteet. Toisaalta vaikuttavuudella voidaan viitata siihen, onko sillä tosiasiallisesti saavutettu sääntelylle asetettuja tavoitteita. Tällöin siis konkreettisesti tarkastellaan säänneltävää kohdealaa ja pyritään tekemään havaintoja siitä, onko siinä tapahtunut sääntelyn johdosta muutoksia. Tässä tutkimuksessa vaikuttavuuden arviointiin vaikuttaa olennaisesti se, että tarkasteltavana on vasta valmisteilla oleva sääntely. Tästä johtuen tutkimus keskittyy teoreettiseen arviointiin siitä, onko valituilla sääntelykeinoilla mahdollista saavuttaa julkilausuttuja tavoitteita.⁴⁷

Sääntelyteoriassa sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden lisäksi tärkeänä kysymyksenä on myös se, tarvitaanko oikeudellista sääntelyä ylipäättäen. Aina näin ei ole, vaan joskus tietty tavoite voidaan saavuttaa paremmin jättämällä asia esimerkiksi markkinoiden ja alan toimijoiden itsensä hoidettavaksi. Seuraavaksi käsitellään vihreitä joukkovelkakirjoja koskevaa itsesääntelyä ja analysoidaan syitä sille, miksi itsesääntelyn lisäksi tarvitaan viranomaislähtöistä sääntelyä.

3. Oikeudellisen sääntelyn vaihtoehto – vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan itsesääntelyn tarkastelua

3.1 Itsesääntelystä sääntelykeinona

Itsesääntelyllä⁴⁸ on historiallisesti ollut varsin suuri rooli arvopaperimarkkinaoikeudessa. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä on ollut käytössä paljon joustavia normeja, joiden tulkinnan ja

⁴⁷ Vaikuttavuusarvioinnin sijaan lähestymistapaa voitaisiin luonnehtia myös toimivuusarvioinniksi.

⁴⁸ Itsesääntelylle ei ole muotoutunut täsmällistä, yleisesti hyväksyttyä määritelmää. Tiettyjä keskeisiä ominaisuuksia on kuitenkin mahdollista tunnistaa. Mm. Tala on katsonut, että itsesääntelyn tunnuspiirteisiin kuuluu se, että jokin elinkeinoala, ammattiryhmä tai yhteiskunnan muu osa-ala 1) laatii omaa toimintaansa koskevat säännöt, 2) luo niiden noudattamista tukevan valvontajärjestelmän mahdollisine sanktioineen ja 3) mekanismin, jolla erimielisyydet ja kiistat voidaan ratkoa. Toisaalta kirjoittaja huomauttaa, että kaikkiin itsesääntelymuotoihin ei aina sisälly kaikkia edellä mainittuja elementtejä. Ks. Tala 2007 s. 9.

täsmäntämisen apuna on ollut erilaisia itsesääntelynormistoja.⁴⁹ Perinteisesti ajateltuna sääntely ja sitä kautta tapahtuva yhteiskunnan tai markkinatoimijoiden ohjaaminen on kuitenkin ollut valtiollisten toimijoiden yksinomaista aluetta. Nykyisessä oikeusjärjestelmässä sääntelylähteet ovat monipuolistuneet, ja julkisen vallan lisäksi erilaiset yksityiset sääntelijät ovat tulleet lainsäätäjän alueelle. Itsesääntelyn ja muun ns. vaihtoehdoisen sääntelyn merkityksen kasvu onkin ollut yksi sääntelykehityksen trendeistä viime vuosikymmeninä.⁵⁰ Oikeustieteellisessä kirjallisuudessa on käyty laajaa keskustelua siitä, pitäisikö sääntelyvallan olla yrityksillä, hallituksella vai globaaleilla organisaatioilla.⁵¹ Toisaalta erityisesti finanssikriisin jälkeen on nähty myös suuntauksia paluusta julkiseen sääntelyyn.⁵²

Myös kestävän sijoittamisen kohdalla juuri vihreyteen liittyvien erityispiirteiden sääntely on ollut pitkälti alan itsesääntelyn varassa, kun laintasoista erityissääntelyä vihreisiin joukkovelkakirjoihin ei ole ollut. Eri markkinatoimijat ja kansainväliset sijoituspalveluiden tarjoajien yhteenliittymät ovatkin kehittäneet omia normistojaan, joissa säännellään tarkemmin vihreisiin joukkovelkakirjoihin kohdistuvista vaatimuksista. Itsesääntelynormistojen tarkoituksena on tyypillisesti luottamuksen lisääminen vihreitä joukkovelkakirjamarkkinoita kohtaan sääntelemällä yhtenäisellä tavalla ”vihreyden” sisällöstä ja liikkeeseenlaskijan velvollisuuksista.

Itsesääntely on nähty vaihtoehtona perinteiselle Command and Control-tyyppiselle lainsäädännölle, jossa hallinto antaa ylhäältä alaspäin käskyjä ”alamaisten” noudatettavaksi.⁵³ Itsesääntelyssä sen sijaan korostetaan sääntelijän ja sääntelyn kohdetahojen välistä vuorovaikutusta. Jäykkien prosessisääntöjen sijaan itsesääntelyn on esitetty edustavan dynaamista yhteistyötä sääntelijän ja kohdetahojen välillä. Usein itsesääntelyssä sääntelijänä toimii alan edustajista koostuva järjestö, joten sääntelijällä on käytössään myös laajempi asiantuntemus säänneltävästä toimialasta.

Itsesääntelyn etuina on pidetty mm. joustavuutta, taloudellista tehokkuutta, hyväksyttävyyttä ja tuloksellisuutta.⁵⁴ Kun ns. tavanomaisen sääntelyn piirteinä on pidetty jäykkyyttä ja hitautta muutoksiin reagoimisessa, itsesääntelyssä alan toimijat voivat paremmin ottaa huomioon esimerkiksi säänneltävän alueen erityispiirteet ja teknologian kehityksen. Itsesääntely voi myös auttaa

⁴⁹ Esimerkiksi Suomen arvopaperimarkkinalain (14.12.2012/746) 2 §:n hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kiellon täsmällisempi sisältö määräytyy osin alan itsesääntelyn, kuten Helsingin pörssin, Finanssialan keskusliiton ja Keskuskauppakamarin ohjeiden ja suositusten perusteella. Ks. Häyrynen – Kajala 2013 s. 50.

⁵⁰ Sääntelyvallan hajautumisesta ja ns. yksityisen sääntelyn kasvusta ks. esim. Black, Julia 2010 ja Cafaggi ym. 2011.

⁵¹ Ks. esim. Baldwin ym. 2012 s. 7-8 alaviitteineen.

⁵² Baldwin ym. 2012 s. 10.

⁵³ Tyypillisesti tällaiseen ”C&C-sääntelyyn” on liitetty suuri joukko huonoja puolia, kuten joustamattomuus, asiantuntemuksen puute ja ns. sääntelytaakan hallitsematon kasvu. Toisaalta tällaisellekin sääntelylle on paikkansa, ja on huomattava, että huonot puolet ovat usein liioiteltuja. Ks. Black 2001 s. 105-106 alaviitteineen.

⁵⁴ Ogus 1995 s. 97-98 ja Tala 2006 s. 197.

vähentämään sääntelytaakkaa, ja toisaalta siinä pystytään paremmin hyödyntämään alan toimijoiden asiantuntemusta.⁵⁵ Tämä puolestaan voi lisätä tunnetta sääntelyn velvoittavuudesta, mistä johtuen itsesääntelyä voidaan noudattaa paremmin kuin perinteistä sääntelyä.⁵⁶

Seuraavissa osioissa käydään läpi kahden vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan itsesääntelystandardin sisältö. Tarkastelu rajataan kahteen itsesääntelynormistoon, Green Bond Principles- ja Climate Bond Standards-normistoon, joiden lisäksi käydään läpi YK:n kestävää sijoittamista koskevat periaatteet.⁵⁷ Tämän jälkeen käsitellään itsesääntelyyn liittyviä ongelmia ja heikkouksia sekä yleiseltä että erityisesti vihreän sijoittamisen kannalta.⁵⁸ Analyysissä käytetään lähteinä sekä oikeuskirjallisuutta että valmisteilla olevan EU-sääntelyn valmisteluaineistoa.

3.2 Green Bond Principles

International Capital Market Association (ICMA)⁵⁹ on julkaissut ohjesäännön vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeelle laskemiselle. Green Bond Principles⁶⁰ (GBP, vihreiden joukkovelkakirjojen periaatteet) on itsesääntelyyn ja vapaaehtoisuuteen perustuva ohjesääntö, jota vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijat voivat halutessaan noudattaa. GBP on julkaistu vapaaseen käyttöön ICMA:n verkkosivuilla, ja velkakirjojen liikkeeseenlaskijat tekevät itsenäisesti päätöksen GBP:n noudattamisesta. GBP:n tavoitteena on yhtenäistää käytäntöjä vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoilla, ja kehittää velkakirjamarkkinoiden avainroolia ympäristöystävällisten projektien rahoittamisessa. GBP:ssä annetaan suosituksia vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyen erityisesti kolmesta toisistaan tukevasta teemasta: läpinäkyvyydestä,

⁵⁵ Taustalla on näkemys siitä, että lainsäätäjä ei voi ikinä olla yhtä hyvin perillä säänneltävästä tietystä alasta kuin alan toimijat, mistä syystä nämä toimijat soveltuvat paremmin toimimaan sääntelijöinä. Ks. esim. Black 2001 s. 107, jossa kirjoittaja myös esittää, että yhdellä ainoalla toimijalla ei ole riittävää tietämystä sääntelyn tehokkuuden optimoimiseksi.

⁵⁶ On kuitenkin korostettava, että nämä ovat vain yleisluonteisia huomioita kyseisistä sääntelykeinoista, ja eri sääntelykeinojen soveltuvuutta tulee aina arvioida tapauskohtaisesti. Perinteisen oikeudellisen sääntelyn kritiikki ei aina pidä paikkaansa, ja itsesääntelyynkin liittyviä vahvuuksia voidaan korostaa liikaa. Ks. Howells 1998 s. 312-317.

⁵⁷ Vihreitä joukkovelkakirjoja koskevia itsesääntelynormistoja on enemmänkin, kuten mm. Common Principles for Climate Change Mitigation and Adaptation Finance Tracking. Kaikkia itsesääntelykeinoja ei kuitenkaan pystytäkään tässä tutkimuksessa käymään läpi. Tarkastellut kolme itsesääntelynormistoa ovat myös niiden itsesääntelynormistojen joukossa, jotka EU on raportissaan huomionut.

⁵⁸ Usein itsesääntelyä koskevassa oikeuskirjallisuudessa on listattu itsesääntelyn vahvuuksia ja heikkouksia. Black kuitenkin huomauttaa, tällaisilla listoilla on vain rajattu hyöty, sillä itsesääntelyn tosiasiallinen toimivuus riippuu mm. sen muodosta ja toimintaympäristöstä. Ks. Black 2001 s. 123.

⁵⁹ ICMA on kansainvälinen yksityisen ja julkisen sektorin edustajista koostuva organisaatio, joka määrittelee tehtäväkseen kestävän ja toimivan kansainvälisen ja globaalisti koherentin velkakirjamarkkinan edistämisen.

⁶⁰ Green Bond Principles-ohjesäännön lisäksi ICMA on julkaissut myös Sustainability Bonds Guidelines-nimisen itsesääntelynormiston. Erotuksena ensiksi mainittuun ohjesääntöön tässä normistossa mukana on myös sosiaalinen aspekti vihreyden lisäksi. Sisällöltään tämä ohjesääntö kuitenkin perustuu käytännössä vain Green Bond Principles- ja Social Bond Principles-ohjesääntöjen yhdistämiseen.

tiedonannosta ja raportoinnista. GBP:n systematiikassa on neljä ydinperiaatetta, joita käydään seuraavaksi läpi.

3.2.1 Varojen käyttökohde

GBP:n ensimmäinen ydinperiaate koskee vihreän joukkovelkakirjan määritelmää. GBP:n määritelmän mukaan vihreiksi joukkovelkakirjoiksi katsotaan ”mikä tahansa joukkovelkakirjainstrumentti, jossa varat käytetään yksinomaan rahoittamaan tai jälleenrahoittamaan, kokonaan tai osittain, uusia tai olemassa olevia vihreitä projekteja ja jotka ovat GBP:n neljän ydinperiaatteen mukaisia.”⁶¹ Olennaista velkakirjan luokittelussa on sen päätarkoitus; vihreällä joukkovelkakirjalla voi olla muitakin, kuten yhteiskunnallisia tavoitteita edistäviä vaikutuksia, mutta ympäristöön liittyvien tavoitteiden tulee olla tärkeimpänä fokuksena.

Vihreiden joukkovelkakirjojen tärkein elementti on luonnollisesti velkakirjalla kerättävien varojen käyttäminen vihreisiin kohteisiin. GBP:ssä nämä kohteet on luokiteltu vihreiksi projekteiksi, jotka tulee kuvailla asianmukaisesti sijoitusprosesseissa. Vihreydellä tarkoitetaan GBP:n määritelmässä erityisesti ympäristöystävällisyyttä. Tällaiset vihreät projektit voivat liittyä varsiin moniin eri teemoihin, kuten ilmastonmuutoksen torjuntaan tai siihen sopeutumiseen, luonnonvarojen säilyttämiseen, luonnon monimuotoisuuden turvaamiseen tai saasteiden vähentämiseen. Hyväksyttävistä vihreistä projekteista on sisällytetty lista GBP:iin, mutta samassa yhteydessä huomautetaan, että lista ei ole tyhjentävä. Projekteilla tulee kuitenkin olla ”selkeät” hyödyt ympäristöön liittyen, ja niitä tulee arvioida ja mitata mahdollisuuksien mukaan.

Huomionarvoista GBP:ssä on se, että se ei anna täsmällistä määritelmää vihreille joukkovelkakirjoille, vaan pikemminkin yleispiirteisesti kuvailee ja antaa esimerkkejä siitä, millaisia kohteita vihreillä joukkovelkakirjoilla on sopivaa olla. GBP:ssä huomautetaan myös siitä, että vihreiden joukkovelkakirjojen sisältö voi riippua myös sektorista ja maantieteestä. Laaja määritelmä voi lisätä epätietoisuutta ja epäjohtamukaisuuksia ”vihreiden” käytöstä velkakirjojen yhteydessä, mutta toisaalta se lisää joustavuutta markkinoille. Ympäristöystävällisyyttä voidaan edistää käytännössä monin eri tavoin, eikä ole perusteltua, että osa tällaisista tavoista jäisi määritelmän ulkopuolelle liian suppeasta kriteeristöstä johtuen. Laaja määritelmä ja tulkinnanvaraisuus käsitteessä voi kuitenkin altistaa vihreät joukkovelkakirjat suuremmalle viherpesun riskille, mikä voi olla ongelmallista sijoittajien luottamuksen turvaamisen kannalta.

⁶¹ GBP s. 3.

3.2.2 Projektien arvioimis- ja valitsemisprosessi

GBP:n toinen ydinperiaate korostaa kommunikointia sijoittajien kanssa liittyen siihen prosessiin, jossa velkakirjan kohde valitaan. Joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijan tulisi kertoa ympäristöön ja kestäväyyteen liittyvistä tavoitteista, siitä, miten valitut kohdeprojektit sijoittuvat edellä käsiteltyihin vihreiden projektien kategorioihin, sekä muista valintaan liittyvistä kriteereistä.⁶² Lisäksi liikkeeseenlaskijaa kehoitetaan tiedottamaan muutenkin omista kestäväyyteen liittyvistä strategioista, tavoitteista ja prosesseista, ja kertomaan vihreistä joukkovelkakirjoista tässä kontekstissa. Ohjeissa myös suositellaan muutenkin korkeaa läpinäkyvyyden tasoa sekä ulkopuolisen arvioijan käyttöä.

Ulkopuolisen arvioijan käyttöä suositellaan sekä ennen että jälkeen velkakirjan liikkeellelaskun.⁶³ Ulkopuolinen arvioija voi olla esimerkiksi konsultti, tilintarkastaja tai muu neuvonantaja, jolla on ympäristölliseen kestäväyyteen liittyvää asiantuntemusta. Arvioijan tehtävänä on varmistaa, että vihreä joukkovelkakirja noudattaa GBP:n normeja. Arviointi voi keskittyä joko kaikkiin tai vain tiettyihin GBP:n ydinperiaatteisiin.⁶⁴ Arvioinnin lopputulos voi olla esimerkiksi lausunto tai vahvistus sijoituskohteiden ympäristöystävällisyydestä tai sertifikaatti jonkin ulkoisen vihreän standardin noudattamisesta.⁶⁵ Arvioinnin lopputulos suositellaan tekemään julkiseksi, ja myös ulkopuolisten arvioijien kehoitetaan tiedottamaan mahdollisimman läpinäkyvästi omista prosesseistaan ja suoritetun arvioinnin kattavuudesta.⁶⁶ Mahdollisen sertifikaatin tai standardin mukaisuuden olemassaolosta kehoitetaan myös tiedottamaan tässä vaiheessa.

GBP:n tavoitteena ei siis ole pelkästään se, että vihreä velkakirja edistää ympäristöön liittyviä tavoitteita, vaan myös se, että loppusijoittaja tietää tarkalleen, miten nämä tavoitteet aiotaan saavuttaa. Läpinäkyvyyttä ei vaadita vain lopputuloksen, vaan myös prosessien kohdalla. Toisaalta on huomattava, että kyse ei ole ehdottomista vaatimuksista, vaan vain suosituksista olla mahdollisimman läpinäkyvä tiedottamiseen liittyen. Tästä johtuen loppusijoittajan tiedonsaantioikeuden tarkempi sisältö GBP:n mukaan jää käytännössä epämääräiseksi.

⁶² GBP s. 4.

⁶³ GBP s. 6.

⁶⁴ GBP suosittelee itsenäistä ympäristöön liittyvien tekijöiden arvioimista, erillään normaalista neuvonannosta ja konsultoinnista.

⁶⁵ GBP tai ICMA eivät itse kuitenkaan tarjoa minkäänlaista sertifikaattia GBP:n noudattamiseen liittyen.

⁶⁶ ICMA on julkaissut erilliset ohjeet ulkoisille arvioijille siitä, miten arviointi on suositeltavaa toteuttaa. ”Guidelines for External Reviews”- ohjesäännön tarkoituksena on tarjota suosituksia ja tietoa liittyen ulkoisen arvioinnin suorittamiseen mm. prosessien ja raportoinnin osalta.

3.2.3 Varojen hallinnointi

GBP:n kolmas ydinperiaate ohjeistaa vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijaa varojen hallinnoinnissa. Varat tulisi sijoittaa erilliselle alatilille tai alaportfolioon, tai liikkeeseenlaskijan tulisi jollain muulla tavalla pystyä asianmukaisesti jäljittämään niitä.⁶⁷ Liikkeeseenlaskijan tulee myös vahvistaa varojen sijoittaminen vihreisiin kohteisiin sisäisissä prosesseissa liittyen vihreiden projektien lainoituksiin ja sijoitusoperaatioihin.

Lisäksi vihreän joukkovelkakirjan ollessa voimassa liikkeeseenlaskijan on pidettävä huolta siitä, että varat pysyvät allokoituina soveltuviin vihreisiin projekteihin. Allokointeja on tarpeen mukaan ajoittain päivitettävä. Liikkeeseenlaskijan tulee myös informoida sijoittajia allokoimattomien varojen väliaikaisista sijoituskohteista.

Myös kolmannen ydinperiaatteen yhteydessä suositellaan korkeaa läpinäkyvyyttä varojen hallinnoinnissa. Lisäksi myös tässä kohtaa suositellaan ulkoisen arvioijan, kuten tilintarkastustoimiston tai muun kolmannen osapuolen, käyttämistä varojen hallinnointiin liittyvien sisäisten prosessien tarkastamiseen. Ulkoista arvioijaa koskevat samat periaatteet kuin aikaisemmin projektien arvioimiseen ja valitsemiseen liittyen.

3.2.4 Raportointi

GBP:n neljäs ja viimeinen ydinperiaate koskee yleisesti raportointia. Vihreän joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan tulee tuottaa ja pitää saatavilla ajantasaista tietoa varojen käytöstä.⁶⁸ Raportti tulisi tehdä vuosittain, ja sen tulisi sisältää tiedot projekteista, johon velkakirjan varoja on allokoitu, lyhyt kuvaus näistä projekteista, sijoitettujen varojen määrä sekä projektien arvioitu vaikutus. GBP:ssä suositellaan kvalitatiivisten ja kvantitatiivisten suorituskykymittareiden käyttöä apuna *arvioitujen* vaikutusten arvioimiseen. Tällaisia voivat olla esimerkiksi kasvihuonepäästöjen määrän vähentäminen, veden käytön vähentyminen tai sähköntuotannon kasvu. Liikkeellelaskijoita myös kannustetaan tiedottamaan *toteutuneista* vaikutuksista, jos se on mahdollista. Varsinkin vaikutusten tiedottamisessa suositellaan korkeaa läpinäkyvyyden tasoa.⁶⁹

⁶⁷ GBP s. 5.

⁶⁸ GBP s. 5.

⁶⁹ ICMA tarjoaa tiettyihin ympäristökohteisiin, kuten energiatehokkuuteen, uusiutuviin energialähteisiin, vesi- ja jätevesiprojekteihin ja jätehallintaan, liittyviin vaikutuksenarviointeihin avuksi ohjesääntöjä ja malleja raportointia varten. Ohjeiden tarkoituksena on yhtenäistää näihin aloihin liittyviä tiedottamiskäytäntöjä, ja tarkoituksena on kehittää ohjeet myös muille projektityypeille.

Yhdessä GBP:n neljän ydinperiaatteen on tarkoitus edistää sijoittajien luottamusta vihreisiin joukkovelkakirjoihin. Useassa ydinperiaatteessa korostetaan läpinäkyvyyden ja avoimuuden merkitystä. On kuitenkin huomattava, että vaikka päätös GBP:n noudattamisesta tehtäisiinkin, liikkeeseenlaskija itse asiassa sitoutuu vain ottamaan huomioon melko yleispiirteiset periaatteet sijoitusprosesseissa. GBP sisältää vain vähän ehdottomia vaatimuksia tai tarkkarajaisia velvoitteita, mikä voi herättää sijoittajalla kysymyksiä siitä, mitä GBP:hen sitoutuminen käytännössä tarkoittaa.

Sekä GBP:n noudattaminen että siihen sitoutuminen ovat kokonaan liikkeeseenlaskijan vastuulla. GBP:ssä huomautetaan, että liikkeeseenlaskijat tekevät päätökset GBP:iin sitoutumisesta itsenäisesti, ja ne ovat itse vastuussa vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskusta. ICMA:lla ei itsellään ole käytössä minkäänlaisia valvontamekanismeja, joilla seurattaisiin sitä, että liikkeeseenlaskijat noudattavat GBP:n ohjeita sijoitusprosesseissaan. GBP:ssä ei myöskään ole sanktioita siltä varalta, että sen säännöksiä rikottaisiin. Myöskään yleensä itsesääntelyyn kuuluvaa päätöksentekotapaa kiistatilanteita varten ei GBP:ssä ole.⁷⁰ ICMA ei myöskään ota vastuuta siinä tilanteessa, että GBP:n normeja on rikottu.

GBP on siten korostuneesti informaatio-ohjaukseen perustuva normisto, joka ei juurikaan sisällä konkreettisia, tarkkasisältöisiä velvoitteita liikkeeseenlaskijoille. GBP jättää ilmeisen tarkoituksellisesti varsin paljon päättämätöntä velvoitteiden täyttämistavasta markkinatoimijoille itselleen. Tämä ei tietenkään tarkoita, etteikö ohjesäännöillä olisi mitään merkitystä. GBP:llä on joka tapauksessa käyttäytymistä ohjaava vaikutus, ja pahimpia rikkomisia se todennäköisesti voi karsia pois.

3.3 Climate Bond Standard

GBP:n ohella toinen yleisesti käytössä oleva vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyvä standardi on Climate Bonds Initiative-järjestön (CBI) julkaisema Climate Bonds Standards (CBS).⁷¹ CBI on kansainvälinen voittoa tavoittelematon järjestö, jossa on edustajia mm. yliopistoista, pankeista, sijoitusrahastoista ja energiajärjestöistä.⁷² CBS on GBP:n tapaan vapaaehtoisuuteen perustuva

⁷⁰ Tala 2006 s. 187.

⁷¹ CBS:n uusiin versio on 2.1, joka julkaistiin vuoden 2017 tammikuussa. Seuraava versio, versio 3, on kirjoitushetkellä viimeistelyvaiheessa.

⁷² CBI seuraa myös vihreiden joukkovelkakirjojen markkinakehitystä. CBI:n internet-sivuilla on myös jatkuvasti päivitettävä taulukko, joka seuraa kuukausittain ja vuosittain kerättyjä rahamääriä vihreissä joukkovelkakirjoissa. Ks. <https://www.climatebonds.net/>. Vuoden 2019 osalta arvio on 250 miljardia dollaria, kun vuonna 2018 velkakirjoja laskettiin liikkeelle 167,3 miljardin dollarin edestä.

itsesääntelynormisto, jonka tarkoituksena on sijoittajien luottamuksen lisääminen vihreitä joukkovelkakirjoja kohtaan. CBS:ssa normit on jaettu kahteen pääosioon, joista ensimmäinen koskee ennen velkakirjan liikkeellelaskua toteutettavia toimenpiteitä. Kyse on velkakirjaan liittyvistä vähimmäisvaatimuksista liittyen hyväksyttäviin sijoituskohteisiin, sisäisiin prosesseihin ja valvontaan sekä raportointiin. Ensimmäisen osan vaatimukset tulee täyttää siinä vaiheessa, kun liikkeellelaskija haluaa sertifiointin ennen velkakirjan liikkeeseenlaskua. CBS:n toinen osa sääntelee liikkeellelaskun jälkeen asetettavia vaatimuksia, ja ne tulee täyttää, jotta sertifiointi säilytetään velkakirjan ollessa voimassa, tai jos sertifiointia haetaan vasta liikkeellelaskun jälkeen.⁷³

3.3.1 Vaatimukset ennen velkakirjan liikkeellelaskua

Kuten GBP:ssä, myös CBS:ssa ensimmäinen vaatimus koskee velkakirjan sijoituskohteen hyväksyttävyyttä. Standardin mukaisten velkakirjojen tulee myötävaikuttaa vähäpäästöisen talouden saavuttamiseen ja ilmastonmuutokseen liittyvien uhkien torjuntaan.⁷⁴ Standardin mukaisesti liikkeeseenlaskijan tulee järjestää dokumentoitu päätöksentekoprosessi, jolla varmennetaan valittujen sijoituskohteiden kelpoisuus CBS:n näkökulmasta.⁷⁵ Päätöksentekoprosessiin tulee sisältyä ainakin lausunto velkakirjan ympäristöön liittyvistä tavoitteista ja erillinen prosessi, jonka perusteella on päätetty siitä, että sijoituskohde on CBS:n vaatimusten mukainen.

CBS:ssa on myös ohjeita liikkeeseenlaskijan sisäisistä prosesseista. Samoin kuin GBP:ssa, liikkeeseenlaskijan tulee sijoittaa varat alatilille tai alaportfolioon, tai muulla asianmukaisella ja dokumentoitavalla tavalla pystyä jäljittämään sijoitettuja varoja.⁷⁶ Allokoimattomat varat tulee pitää väliaikaisesti joko 1) käteisenä tai käteiseen verrattavissa sijoitusinstrumenteissa, 2) muissa sijoitusinstrumenteissa, joihin ei sisälly projekteja, joista aiheutuu huomattavia kasvihuonepäästöjä ja jotka ovat ristiriidassa vähäpäästöisen ja ilmastokestävän talouden kanssa, tai 3) siten, että niillä väliaikaisesti vähennetään velkaantumista, ennen kuin ne taas käytetään rahoittamaan hyväksytyjä vihreitä projekteja.⁷⁷ Arvioidun velkakirjan pääoman ei myöskään tule olla suurempi kuin liikkeellelaskijan velkaosuudet ehdotetuissa vihreissä projekteissa ja sijoituskohteissa. Lisäksi liikkeellelaskijalla tulee olla prosessi varojen korvamerkinnälle, jolla seurataan valittujen vihreiden projektien rahoitusta ja jonka avulla voidaan arvioida suoran rahoituksen ja jälleenrahoituksen välistä

⁷³ CBS s. 3.

⁷⁴ CBS s. 3.

⁷⁵ CBS s. 6.

⁷⁶ CBS s. 6-7.

⁷⁷ CBS s. 8.

suhdetta. Kaikkien tietojen tulee olla dokumentoitavassa muodossa, ja ne tulee luovuttaa vahvistettavaksi ulkoiselle tarkastajalle.

Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan tulee myös raportoida tietyistä velkakirjaan liittyvistä tiedoista ennen sen liikkeellelaskua. Raportointiin liittyvät vaatimukset voivat vaihdella sen mukaan, mitkä ovat velkakirjan ympäristöön liittyvät tavoitteet. Tiedot tulee antaa ainakin valittujen kohdeprojektien sijoitusalueista, suunnitelluista väliaikaisista sijoituskohteista allokoimattomille varoille, valittu ulkoinen tarkastaja toimenpiteille liikkeellelaskun ennen ja jälkeen, sekä arvio siitä, tullaanko velkakirjan voimassaoloaikana toteuttamaan erityisiä varmennustoimia.⁷⁸ Erityisiä varmennustoimia voi toteuttaa valittu ulkoinen tarkastaja, ja niiden tarkoituksena on tuottaa arvio siitä, miten velkakirja on noudattanut CBS:n vaatimuksia.

Edellä mainittujen, ennen velkakirjan liikkeellelaskua täytettävien vaatimusten tarkoituksena on varmistaa, että velkakirjan sijoituskohde on CBS:n vaatimusten mukainen, ja että liikkeellelaskijalla on riittävät sisäiset prosessit ja hallinnointikeinot varmistamaan standardin mukaisuus myös liikkeellelaskun jälkeen varoja allokoitaessa.

3.3.2 Vaatimukset velkakirjan liikkeellelaskun jälkeen

CBS:n toisessa osassa säännellään vaatimuksista, jotka sertifioitujen joukkovelkakirjojen tulee täyttää liikkeellelaskun jälkeen. Tarkoituksena on varmistaa, että velkakirja pysyy CBS:n mukaisena liikkeellelaskun ja varojen allokoinnin jälkeen. Vaatimukset on jaettu kolmeen osaan: yleiseen osaan (A-osa), hyväksyttävien kohdeprojektien vaatimuksia koskevaan osaan (B-osa) ja tiettyjä erityisiä velkakirjatyyppisiä koskevaan osaan (C-osa). Yleisen osan vaatimukset koskevat kaikkia standardin mukaisia velkakirjoja, ja GBP:n tapaan niissä säännellään soveltuvista sijoituskohteista, varojen käyttöön liittyvistä prosesseista, kuten sisäisestä varojen jäljittämisestä ja raportoinnista.

Vihreän joukkovelkakirjan määritelmän kannalta keskeinen on B-osa, jossa ohjeistetaan CBS:n kannalta hyväksyttävistä kohdeprojekteista. Kaikkien sijoituskohteiden tulee edesauttaa vähäpäästöistä ja ilmastokestävää talousjärjestelmää.⁷⁹ CBS:n mukaisten velkakirjojen soveltuvat sijoituskohteet on määritelty CBI:n oman luokittelujärjestelmän mukaan.⁸⁰ Luokittelujärjestelmässä hyväksyttävät kohteet on jaettu yläluokkiin (kuten energia, kuljettaminen ja jätteen ja saasteenhallinta), joilla on omia alaluokkia (energian osalta mm. aurinkovoima, tuuli, bioenergia).

⁷⁸ CBS s. 7.

⁷⁹ CBS s. 9.

⁸⁰ CBS Liite A.

Alaluokilla on vielä omat tarkemmat kohdetyypinsä, joiden perusteella määritetään, tukeeko velkakirja tällaista kohdetta.⁸¹

Sen lisäksi, että kohdeprojektin täytyy olla CBS:n luokittelujärjestelmän mukainen, sen täytyy lisäksi täyttää erityiset tekniset kriteerit, jotka on määritelty CBI:n toimesta sektorikohtaisesti. Sektorikohtaiset kriteerit on valmisteltu yhteistyössä teknisten ja teollisten työryhmien kanssa ja sidosryhmiä konsultoiden, ja niissä asetetaan vielä tarkempia vaatimuksia velkakirjan kohdeprojektille. Tällaiset tarkemmat kriteerit on kehitetty vasta osalle luokista, osalle ne ovat vasta kehitteillä. Mikäli hyväksyttäviä kohdeprojekteja on useita, niiden kaikkien tulee täyttää vastaavat sektorikohtaiset tarkemmat kriteerit.⁸²

Määritelmän lisäksi vihreän velkakirjan sääntelyssä on tärkeää ottaa huomioon velkakirjan hallinnointi, josta on ohjeita A-osassa. Ohjeet ovat tietyltä osin samankaltaiset kuin aikaisemmin käsitellyt ennen velkakirjan liikkeellelaskua koskevat säännökset. Myös liikkeellelaskun jälkeen velkakirjan liikkeeseenlaskijan on ylläpidettävä päätöksentekoprosesseja, joilla huolehditaan siitä, että velkakirja pysyy standardin mukaisena.⁸³ Näihin sisältyy lausunto velkakirjan ympäristöllisistä tavoitteista ja kuvaus prosessista, jolla ehdotetun sijoituskohteen yhdenmukaisuus CBS:n kanssa on määritetty. Kerätyt varat tulee sijoittaa esitettyihin projekteihin ja kohteisiin 24 kuukauden sisällä liikkeellelaskusta, ja mahdollisesta jälleenrahoituksesta tulee esittää arvio sekä kohdeprojektien että osuuden osalta.⁸⁴ Liikkeeseenlaskijan tulee huolehtia sisäisistä prosesseista, joilla varoja jäljitetään liikkeellelaskun jälkeen, ja varat on sijoitettava dokumentoidusti alatilille, alaportfolioon tai muuhun vastaavaan liikkeeseenlaskijan määrittämään kohteeseen. Varoja ei myöskään tule ”saastuttaa”, vaan allokoimattomatkin varat tulee säilyttää vastaavalla tavalla kuin ennen liikkeellelaskua, erillään mm. projekteista, joihin sisältyy ilmastonmuutosta tukevia elementtejä.⁸⁵

Liikkeeseenlaskijan tulee myös toimittaa tarvittavat tiedot velkakirjasta CBS:n neuvostolle ja CBI:n vahvistamalle tarkkailijalle, jotta velkakirjan CBS:n mukaisuus voidaan varmentaa.⁸⁶ Liikkeellelaskijaa kehoitetaan myös antamaan tietoja velkakirjasta ja kohdeprojekteista markkinoille, mutta tätä velvoitetta ei ole tarkemmin täsmennetty, muuten kuin että sen pitäisi tapahtua

⁸¹ Esimerkiksi aurinkovoiman kohdalla (CBS Liite A s. 2) näitä kohdetyyppejä on kolme: sähköntuotantovoimalat, toimitusketjuun kuuluvat tehtaot ja infrastruktuuri. Sähköntuotantovoimaloille on asetettu vielä erityiskriteeri, jonka mukaan korkeintaan 15 % voimalan sähköntuotannosta saa tulla muusta kuin uusiutuvasta energianlähteestä.

⁸² CBS s. 9.

⁸³ CBS s. 7.

⁸⁴ CBS s. 8.

⁸⁵ CBS s. 8.

⁸⁶ CBS s. 8.

mahdollisten salassapitovelvoitteiden rajoissa. Toisin kuin GBP:ssä, CBS:ssä itsesääntelyn laatinut taho siis osallistuu myös itsesääntelyn noudattamisen varmistamiseen.

CBS sääntelee liikkeeseenlaskijan raportointivelvollisuuksia myös velkakirjan liikkeellelaskun jälkeen. Liikkeeseenlaskijan tulee toimittaa velkakirjan omistajille ja CBI:n sihteeristölle vähintään vuosittain raportti kohteista, joihin varoja on allokoitu.⁸⁷ Raportin tulee sisältää kuvaus projekteista ja sijoitettujen varojen määrästä sekä arvio projektien vaikutuksista. Samoin kuin GBP:ssä, velkakirjan vaikutuksista raportoimisessa suositellaan käytettäväksi apuna kvalitatiivisia ja kvantitatiivisia mittareita. Mittareihin liittyen myös käytetyistä metodeista ja taustaoletuksista on tiedotettava.

Viimeinen, C-osa määrittelee erityisiä vaatimuksia koskien tiettyjä velkakirjatyyppejä. Näitä vaatimuksia ei käydä tässä kohtaa tarkemmin läpi, mutta ne liittyvät varojen pitämiseen kohdeprojekteissa, varojen sijoittamisen aikatauluun ja varojen korvamerkintäprosessin ylläpitämiseen sijoitusprosesseissa.

3.3.3 Sertifikaatti

Itsesääntelystandardin tueksi CBI on myös kehittänyt vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan sertifikaatin. Jotta vihreä joukkovelkakirja voidaan sertifioida, sen tulee täyttää kaikki asetetut vaatimukset, soveltuvin osin joko ennen liikkeellelaskua tai sen jälkeen.⁸⁸ Sertifiointiprosessissa pyydetään ensin lausunto hyväksytyltä itsenäiseltä tarkastajalta⁸⁹, ja hyväksytyn lausunnon jälkeen CBS:n neuvosto myöntää sertifikaatin. Sertifikaatin myöntämisen jälkeen on jatkettava velkakirjasta raportoimista sijoittajille.

Velkakirjan liikkeeseenlaskija voi pyytää sertifiointia ennen tai jälkeen liikkeellelaskun. Jos liikkeeseenlaskija hankkii sertifikaatin ennen velkakirjan liikkeellelaskua, voidaan sitä hyödyntää velkakirjan markkinoinnissa ja hinnoittelussa. Sertifikaatin tarkoituksena on tuottaa ns. mainehyötyä; velkakirjan mahdolliset ostajat näkevät suoraan sertifikaatista, että velkakirja noudattaa vastuullisiksi katsottuja standardeja.

⁸⁷ CBS s. 8-9.

⁸⁸ Yksittäisten velkakirjojen sertifioimisen lisäksi on mahdollista sertifioida myös kokonaisia velkakirjaohjelmia, jos velkakirjoja esimerkiksi aiotaan laskea liikkeelle tietyin väliajoin useiden vuosien ajan. Tällöin ensimmäinen velkakirja sertifioidaan normaalilla menettelyllä, mutta jäljempiin velkakirjoihin sovelletaan kevyempää menettelyä. Ks. CBS s. 11.

⁸⁹ Hyväksytyistä tarkastajista on lista CBS:n internet-sivuilla. Listalla on mm. suuria tilintarkastus- ja konsulttitoimistoja. Ks. <https://www.climatebonds.net/certification/approved-verifiers>.

Sertifiointiprosessissa on olennaisessa roolissa ns. ulkoinen tarkastaja. Tarkastajan tehtävänä on varmistaa, että velkakirja on CBS:n mukainen. Riippuen haettavan sertifikaatin tyypistä, raportissa otetaan kantaa ennen liikkeellelaskua tai sen jälkeen velkakirjaa koskeviin vaatimuksiin. Ennen velkakirjan liikkeellelaskua myönnetty sertifikaatti on voimassa yhden vuoden velkakirjan liikkeellelaskusta, minkä jälkeen liikkeellelaskijan on näytettävä, että velkakirja on myös liikkeellelaskun jälkeistä aikaa koskevien CBS:n vaatimusten mukainen.⁹⁰

CBS:ssä on myös säännöksiä mahdollisten rikkomusten varalle, sillä standardin noudattamista valvotaan ja sen rikkomisella on seurauksia sertifikaatin säilyttämiseen liittyen. Mikäli liikkeeseenlaskija on väitetysti rikkonut standardia, CBI voi pyytää toista ulkopuolista vahvistajaa laatimaan uuden raportin siitä, onko velkakirja CBS:n mukainen.⁹¹ Jos velkakirjan liikkeeseenlaskija itse huomaa, että velkakirja ei enää noudata CBS:n standardeja, sen tulee ilmoittaa asiasta kuukauden sisällä CBS:n neuvostolle, joka voi ehdottaa korjaavia toimenpiteitä, joiden avulla poikkeama voidaan korjata ja sertifikaatti säilyttää. Molemmissa tapauksissa, mikäli korjaavia toimenpiteitä ei suoriteta, neuvosto voi peruuttaa velkakirjalle annetun sertifikaatin, minkä jälkeen liikkeeseenlaskija ei voi enää käyttää sertifikaattia velkakirjan yhteydessä, ja lisäksi velkakirja tulee poistaa CBI:n ilmastovelkakirjojen listalta. Lisäksi liikkeeseenlaskijan tulee tiedottaa velkakirjan omistajia, relevantteja vaihtolustoja ja muita ilmastovelkakirjamarkkinoiden osapuolia sertifikaatin menettämisestä. Sertifikaatti voidaan myöntää uudestaan, jos havaitut puutteet korjataan ja velkakirja taas täyttää CBS:n edellytykset.⁹²

Kokonaisuudessaan CBS sääntelee velkakirjan liikkeeseenlaskijan velvollisuuksia yksityiskohtaisemmin kuin GBP. Hyväksyttäviä projekteja on kuvailtu tarkemmin, ja myös oma luokittelujärjestelmä tarjotaan projektien arviointia varten. Velkakirjan määritelmän osalta liikkeellelaskijan on paljon tarkemmin selvennettävä, millä tavalla velkakirja tukee ympäristöystävällisiä projekteja ja miten se sijoittuu CBI:n luokittelujärjestelmään. Lisäksi sertifikaatti ja sen menettäminen sanktiokeinona lisäävät CBS:n sitovuutta ja vaikuttavuutta. Vaikka sertifikaatin menettämisellä ei olekaan oikeudellisia seuraamuksia, ainakin jonkinlainen mainehaitta on todennäköisen seuraus CBS:n sääntöjen rikkomiselle.

⁹⁰ CBS s. 12.

⁹¹ CBS s. 14.

⁹² CBS s. 14.

3.4 UN Principles of Responsible Investment

Vihreään sijoittamiseen liittyvään itsesääntelyyn kuuluu myös YK:n julkaisemat vastuullisen sijoittamisen periaatteet, Principles of Responsible Investment (PRI). Kyse on kuudesta periaatteesta, joiden tarkoituksena on lisätä ns. ESG-tekijöiden huomioon ottamista sijoitustoiminnassa erityisesti institutionaalisten sijoittajien kohdalla. Periaatteet ovat sijoittajien itsensä kehittämiä, ja myös niiden noudattaminen perustuu vapaaehtoisuuteen.

Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti sijoittaja velvoitetaan 1) ottamaan ESG-tekijät huomioon sijoitusanalyysissä ja päätöksentekoprosesseissa, 2) olemaan aktiivinen omistaja ja sisällyttämään ESG-tekijät omistuspolitiikkoihin ja käytäntöihin, 3) pyytämään sijoituskohteilta sopivaa tiedonantoa ESG-tekijöistä, 4) edesauttamaan näiden periaatteiden hyväksymistä ja implementointia sijoituslalla, 5) työskentelemään yhdessä parantaakseen periaatteiden implementoinnin tehokkuutta, ja 6) raporttoimaan toimista ja kehityksestä periaatteiden implementoinnissa.⁹³

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet on sisällöltään selvästi yleispiirteisien tarkastelluista itsesääntelynormistoista. Velvoitteet on kirjoitettu tavoitteenomaisiksi, eikä niiden tarkempaa sisältöä täsmennetä enempää. Jokaisen velvoitteen kohdalla on annettu lista mahdollisista toimenpiteistä, mutta nämäkin ovat vain esimerkkejä. Vihreän velkakirjan tai minkään muunkaan kestävän sijoituskohteen sisällöstä ei anneta määräyksiä, tosin tarkoituksena onkin tiettyjen sijoituskohteiden sääntelyn sijaan ohjeistaa finanssimarkkinatoimijoita laajemmin ottamaan kestävyystekijät osaksi sijoitusprosesseja.

3.5 Miksi itsesääntelyn lisäksi tarvitaan julkisoikeudellista sääntelyä?

Tarkastelluista itsesääntelynormistoista huomataan, että kestävää sijoittamista voidaan itsesääntelyinkin näkökulmasta lähestyä monesta eri suunnasta. Climate Bond Standards on selkeästi sisällöltään tarkempi ja velvoittavampi kuin Green Bond Principles, joka enemmänkin asettaa yleisiä suuntaviivoja vihreille joukkovelkakirjoille. YK:n kestävän sijoittamisen periaatteet ovat sen sijaan nimensäkin mukaisesti vielä yleisemmällä tasolla olevia periaatteita, ja niillä on korostuneesti julistuksenomainen luonne. Vihreitä joukkovelkakirjoja koskevasta itsesääntelystä huolimatta

⁹³ <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

Euroopan unionissa on katsottu, että viranomaislähtöistä erityissääntelyä tarvitaan. Tässä osiossa tarkastellaan sitä, miksi julkista sääntelyä tarvitaan. Miksi itsesääntely ei ollut riittävää? Mitä ongelmia itsesääntelyyn liittyy?

Oikeustieteellisen ja varsinkin sääntelyteoreettisen keskustelun kohteena on pitkään ollut se, millaisissa tapauksissa sääntely on paras vaihtoehto tietyn ongelman ratkaisemiseksi, ja millaista sääntelyn tulisi olla silloin, kun se katsotaan tarpeelliseksi. Kaksi klassista lähestymistapaa näihin kysymyksiin ovat ns. coaselainen ja pigoulainen ajattelutapa.⁹⁴ Pigoulaisen ajattelutavan on nähty yleisesti puoltavan julkisen vallan interventiota. Coaselainen ajattelutapa suhtautuu kriittisesti julkisvallan interventioihin, ja näkee osapuolten väliset neuvottelut parempana vaihtoehtona. Neuvottelujen onnistumisen edellytyksenä on kuitenkin alhaiset transaktiokustannukset, ja erityisesti ns. massaulkoishaittojen kohdalla neuvotteluratkaisun aikaansaaminen on usein huomattavan vaikeaa.⁹⁵

Tala on pitänyt yhtenä itsesääntelyn etuna sitä, että alan toimijoiden näkökulmasta itsesääntely voi auttaa alan maineen parantamisessa ja estää julkisen vallan interventiota alan asioihin.⁹⁶ Hyvin yleisellä tasolla on usein katsottu, että tällainen julkisen sääntelyn ulottaminen koskemaan uusia toimialoja on epätoivottavaa johtuen oikeudelliseen sääntelyyn usein liitetystä epäkohdista, kuten sääntelyn joustamattomuudesta, epätehokkuudesta ja liiasta ”tungettelevuudesta”.⁹⁷

Aluksi on myös todettava, että monet itsesääntelyyn liitetyt edut ovat näkyneet myös vihreiden joukkovelkakirjojen sääntelyssä. Itsesääntely on ollut joustavaa, ja standardeja on päivitetty lähes vuosittain, kun vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoilla tai teknologioissa on tapahtunut muutoksia. Lisäksi itsesääntelystandardien laatijoina ovat olleet kansainväliset asiantuntijaorganisaatiot, joten sääntelijöillä on ollut käytettävissään vankka alan asiantuntemus. Samalla sääntelyyn on osallistunut eri intressiryhmien edustajia, ja sääntelyssä on voitu yhteensovittaa eri tahojen intressejä.

Blackin luokittelujärjestelmän⁹⁸ mukaisesti tarkastelluissa vihreitä joukkovelkakirjoja koskevissa normistoissa on kyse vapaaehtoisesta itsesääntelystä, jossa julkinen taho ei ole millään tavalla osallisena, ja joka siten perustuu täysin alan toimijoiden oma-aloitteisuuteen ja vapaaehtoiseen noudattamiseen. Muita itsesääntelytyyppejä ovat esimerkiksi sanktioitu tai mandaattiin perustuva

⁹⁴ Ks. esim. Määttä 2006 s. 21-22 ja Furner 2010 s. 134-135.

⁹⁵ Määttä – Pulliainen 2003 s. 123-124.

⁹⁶ Tala 2006 s. 201. Ks. myös Gunningham – Grabosky 1998 s. 55.

⁹⁷ Gunningham – Grabosky 1998 s. 41-47.

⁹⁸ Black 2001 s. 118-119.

itsesääntely, jossa esimerkiksi itsesääntelyvalta voi tulla viranomaiselta. Tarkastellut itsesääntelynormistot ovat osin myös verifioituja; käytännössä jokin kolmas taho, kuten tilintarkastaja, voi olla osallisena vahvistamassa itsesääntelyn kriteerien toteutumista.⁹⁹ Tällaisten ulkopuolisten tahojen mukanaolon itsesääntelyprosesseissa on katsottu edistävän itsesääntelyn reiluutta ja vastuullisuutta.¹⁰⁰

Itsesääntelyn sitovuus ja kattavuus sijoitusalan toimijoiden keskuudessa on keskeinen ongelma, joka liittyy yleisemminkin itsesääntelyn heikkouksiin. Kattavuudella tarkoitan tässä yhteydessä sitä, kuinka suuri osa finanssimarkkinatoimijoista noudattaa annettua sääntelyä. GBP:n ja CBS:n noudattaminen perustuu vapaaehtoisuuteen, joten on sijoituspalveluntarjoajien itsensä päätettävissä, haluavatko ne sitoutua itsesääntelyn asettamiin tiukempiin kriteereihin. Itsesääntelyä toteuttavilla tahoilla ei itsellään ole juurikaan mahdollisuuksia ”pakottaa” alan toimijoita sääntelyn piiriin, mikä voi johtaa itsesääntelyn hajanaiseen noudattamiseen ja heikompaan tuloksellisuuteen.¹⁰¹ Itsesääntelyn vaikuttavuus heikkenee, jos vain pieni osa alan toimijoista oikeasti noudattaa sitä.

Blackin mukaan kollektiivisen itsesääntelyn menestys riippuu itsesääntelyorganisaation ja sen jäsenten välisestä suhteesta.¹⁰² Itsesääntelyn noudattamisen tulisi siis perustua mm. itsesääntelyn taustalla olevaan tietotaitoon ja jäsenten omaan motivaatioon noudattaa sääntelyä.¹⁰³ Jos itsesääntelyn noudattaminen perustuu sanktiouhkaan, siihen kohdistuvat tältä osin samat heikkoudet kuin oikeudelliseen sääntelyyn. Myös Tala on katsonut, että sanktiouhka ei ole yleensä paras tae itsesääntelyn noudattamiselle.¹⁰⁴ Itsesääntelyn yhtenä ominaispiirteenä onkin se, että sanktioiden sijaan voidaan vain *luottaa* siihen, että jäsenet noudattavat itsesääntelyä. Tällaista luottamuselementtiä ei yleensä kuulu perinteiseen oikeudelliseen sääntelyyn.¹⁰⁵

Vaikuttaakin siltä, että syynä sille, että Euroopan komissio katsoo, että itsesääntelyn lisäksi tarvitaan asetuksentasoista oikeudellista sääntelyä, ei ole ainakaan ensisijaisesti itsesääntelyn mahdollinen kattamattomuus. Sen sijaan lainsäädäntöpaketin ja erityisesti tietojen antamista koskevan

⁹⁹ Black 2001 s. 118-119.

¹⁰⁰ Ks. esim. Baldwin ym. 2012 s. 139-146.

¹⁰¹ Trompeterin mukaan GBP:n kohdalla ongelmia ovat juuri sääntelyn vapaaehtoisuus sekä valvontamekanismien ja sanktioiden puute. CBS:n kohdalla liikkeellelaskijalle asetetut vaatimukset ovat velvoittavampia, mutta ongelmaksi Trompeter nostaa jälleen vapaaehtoisuuden koko normistoon sitoutumisessa. Ks. Trompeter 2017 s. 6-7.

¹⁰² Black 2001 s. 123.

¹⁰³ Blackin mukaan ongelmana on usein se oletus, että itsesääntelyorganisaatiolla on kyky sääntelyn laadintaan. Ks. Black 2001 s. 124.

¹⁰⁴ Tala 2006 s. 201.

¹⁰⁵ Black 2001 s. 132. Myös Huovinen on katsonut, että moraalisesta velvoittavuudesta johtuen alan toimijat voivat kokea itsesääntelyn itse asiassa velvoittavammaksi kuin laintasaisen sääntelyn. Lisäksi Huovinen esittää, että itsesääntelyn noudattamisen tai noudattamattomuuden sijaan huomiota tulisi kiinnittää toimintaympäristöön kohdistuvaan laajempaan vaikutukseen. Ks. Huovinen 2007 s. 349-350 ja Huovinen 2006 s. 1224.

asetusehdotuksen perusteluissa kiinnitetään huomiota siihen, että markkinaperusteinen sääntely johtaa suurempaan markkinoiden pirstoutumiseen.¹⁰⁶ Tämä johtuu esitetyn mukaisesti siitä, että itsesääntelystandardit ovat erisisältöisiä ja ne sisältävät erilaisia käytäntöjä, mikä puolestaan vaikeuttaa sijoitustuotteiden vertailua, asettaa epätasapuolisia edellytyksiä eri rahoitustuotteille ja -palveluille ja siten hankaloittaa sisämarkkinoiden toimintaa. Vastaavasti EU-tason sääntelyllä voidaan luoda yhtenäiset säännöt kestäväan sijoittamiseen liittyen.¹⁰⁷

Tarkasteltuja itsesääntelystandardeja leimaa myös tehokkaan valvonnan ja sanktioiden puute siltä varalta, että normeja rikotaan. Tällainen sanktioinnin heikkous on toinen piirre, joka yleisemminkin yhdistetään itsesääntelyyn.¹⁰⁸ GBP:n kohdalla tällaisia valvonta- ja sanktiomekanismeja ei ole ollenkaan, CBS:ssä valvonta on ilmoituksenvaraista, ja ainoa sanktiokeino on myönnetyn sertifikaatin menettäminen. Valvonta- ja sanktiomekanismien puute voi johtaa itsesääntelyn heikompaan uskottavuuteen, mikä voi vähentää loppusijoittajien luottamusta itsesääntelyn toimivuuteen.

Tehokkaiden valvonta- ja sanktiomekanismien puute ei tosin vaikuta myöskään olevan ainakaan keskeisin syy, jonka takia itsesääntelyn lisäksi tarvitaan oikeudellista sääntelyä. Näin voidaan katsoa olevan edellä mainitun lisäksi kahdesta syystä. Ensinnäkään EU-sääntelyn perusteluissa on käsitelty vihreiden joukkovelkakirjojen aikaisempaa oikeustilaa itsesääntelyn osalta, ja ongelmaksi ei ole mainittu tällaisia valvontaan tai sanktioihin liittyviä ongelmia. Pikemminkin ongelmat liittyvät edellä mainittuun itsesääntelyn moninaisuuteen ja vertailukelvottomuuteen. Toiseksi on huomattava, että sanktiot tai valvontamekanismit eivät ole keskiössä myöskään tulevissa EU-säännöksissä. Sen sijaan sääntelyn kattavuus perustuu sääntelyn yhtenäistämiseen ja asetusten suoraan sovellettavuuteen.

Onkin huomattava, että viitteitä oikeudellisen sääntelyn tarpeellisuudesta on tullut myös markkinatoimijoilta itseltään. Erityisesti ESG-tekijöiden sisällyttäminen sijoitusprosesseihin ja sen valvonta oli yksi asia, johon kiinnitettiin huomiota komission saamissa vastauksissa liittyen alustavaan vaikutustenarviointiin.¹⁰⁹ Samoin esille nostettiin johdonmukainen kestävyystekijöiden huomioon ottaminen ja tietojen vertailukelpoisuus. Vaikka esimerkiksi CBS osin perustuukin GBP:iin, on näiden itsesääntelystandardien mukaisia velkakirjoja silti vaikea verrata keskenään.

¹⁰⁶ COM (2018) 354 final s. 5-6.

¹⁰⁷ Myös Kim huomauttaa, että itsesääntelyn haasteena on paitsi se, että itsesääntelyyn sitoutuminen on ylipäättään vapaaehtoista, myös se, että liikkeellelaskija voi valita itselleen sopivimman itsesääntelynormiston. Tämä voi myös johtaa itsesääntelynormistojen väliseen ”race to the bottom”-tyyppiseen kilpailuun, jossa itsesääntelynormistot laaditaan sellaisiksi, että ne rajoittavat mahdollisimman vähän liikkeellelaskijoiden toimintaa. Ks. Kim 2018 s. 31 alaviitteineen.

¹⁰⁸ Tala 2006 s. 201.

¹⁰⁹ SWD(2018) 264 final s. 125.

Esitettyä päätelmää tukee erityisesti vihreiden joukkovelkakirjojen kohdalla myös se, että sisällön puolesta suunniteltu sääntely on osin hyvin lähellä eri itsesääntelynormistoja. Asetusehdotusten taustalla olevassa korkean tason asiantuntijaryhmän raportissa on todettu, että kestävien sijoitustuotteiden luokittelujärjestelmän tulisi pohjautua olemassa oleviin itsesääntelystandardeihin.¹¹⁰ Parhaiten tämä näkyy toistaiseksi epävirallisessa ja suunnitteilla olevassa EU-tason vihreitä joukkovelkakirjoja koskevassa standardissa, joka on sisällöltään hyvin samankaltainen Green Bond Principles-standardin kanssa.¹¹¹ Kyseisessä EU:n standardissa on mm. samat neljä ydinperiaatetta kuin GBP:ssa. Toteutuessaan tällaisella ”EU:n vihreällä joukkovelkakirjalla” ei siten olisi suurta eroa GBP:n mukaisen vihreän joukkovelkakirjan kanssa.¹¹²

Keskeinen syy itsesääntelyn ”epäonnistumiselle” vihreiden joukkovelkakirjojen kohdalla on siten eri itsesääntelystandardien vertailukelvottomuus. Sijoittajan on vaikea vertailla eri sijoitustuotteita, jos niiden liikkeellelaskijat ovat ilmoittaneet niiden olevan erisisältöisten itsesääntelystandardien mukaisia. Keskeisenä komission perusteluna tulevalle lainsäädäntöpaketille onkin se, että varsinkin rajat ylittävissä sijoituksissa sijoittajien on pystyttävä tekemään tällaista vertailua pääomien vapaan liikkuvuuden turvaamiseksi. Tältä osin voidaan siis katsoa, että itsesääntelyn heikkoutena oli sen moninaisuus ja epäyhtenäisyys.

Parhaimmillaan itsesääntely on tehokas ja joustava keino ratkaista erilaisia markkinahäiriötä. Kuten on käynyt ilmi, eri sääntelykeinoja on kuitenkin aina arvioitava tapauskohtaisesti. Vihreiden joukkovelkakirjojen kohdalla on viime kädessä kyse siitä, että itsesääntelyllä ei tyydyttävällä tavalla pystytty puuttumaan informaation epätäydellisyyteen markkinoilla. Sääntelyteorian näkökulmasta voidaan siis esittää, että markkinat eivät itse pystyneet ratkaisemaan markkinahäiriötä, joten julkisen vallan interventio on tältä osin perusteltu.¹¹³ Oma kysymyksenasettelunsa on kuitenkin se, millaisen tämän intervention tulisi olla, ja tätä ongelmaa käsitellään seuraavaksi.

¹¹⁰ HLEG 2018 s. 15.

¹¹¹ Ks. Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Annex I: Informal supplementary document on green bonds.

¹¹² Keskeisin ero olisi se, että GBP lähinnä suosittelee erilaisten toimien käyttöönottoa, kun taas EU:n vihreitä joukkovelkakirjoja koskeva standardi vaatii niitä. Ks. myös HLEG 2018 s. 32.

¹¹³ Baldwin ym. 2010 s. 15.

4. Kestävää sijoittamista koskeva Euroopan unionin sääntely

4.1 Yleistä

Vihreisiin joukkovelkakirjoihin ja ylipäänsä vihreään sijoittamiseen liittyvään sääntelykenttään on luvassa merkittäviä muutoksia, kun Euroopan unionin niin sanotun kestävän rahoituksen sääntelypaketin säädökset tulevat voimaan. Kestävyys on jo aikaisemminkin muodostanut merkittävän periaatteen ja ohjeen EU:n lainsäädännössä, ja nyt tarkoituksena on tuoda se vahvemmin mukaan myös finanssipuolelle.¹¹⁴ Lainsäädäntöpaketin valmistelu on tapahtunut vuosien 2016-2018 aikana, ja ensimmäisten säädösten on suunniteltu tulevan voimaan vuoden 2020 alusta. Säädökset on valmisteltu osana ns. kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmaa¹¹⁵, jota käsitellään jäljempänä.

Sääntelyn taustalla on erityisesti se, että Euroopan unionin sisällä on havaittu vihreän sijoittamisen merkitys unionin ympäristötavoitteisiin pääsemisen kannalta. Unioni on asettanut itselleen tavoitteeksi vähentää hiilidioksidipäästöjä 40 prosenttia verrattuna vuoden 1990 tasoihin vuoteen 2030 mennessä, ja tämän tavoitteen saavuttamisen on puolestaan arvioitu vaativan 180 miljardia euroa vuosittaisina lisäinvestointeina mm. ympäristöä ja resurssitehokkuutta tukeviin kohteisiin.¹¹⁶ Julkisella sektorilla ei ole katsottu olevan mahdollisuuksia tämän investointivajeen täyttämiseen, joten apuun on toivottu yksityistä rahoitussektoria. Yksityisen rahoitussektorin täyden potentiaalin hyödyntämisen on kuitenkin katsottu vaativan lainsäädäntömuutoksia, joilla pyritään korjaamaan tiettyjä kestävään sijoittamiseen liitettyjä ongelmia.

Komission lainsäädäntöpakettiin kuuluu kolme säädösehdotusta, jotka ovat 1) asetus kestävää sijoittamista helpottavasta kehyksestä¹¹⁷, 2) asetus kestäviin sijoituksiin ja kestävyysriskeihin liittyvien tietojen antamisesta ja direktiivin (EU) 2016/2341 muuttamisesta¹¹⁸ (myöhemmin tiedonantoasetus), ja 3) asetus asetuksen (EU) 2016/1011 muuttamisesta vähähiilisyyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvojen osalta¹¹⁹. Ehdotusten tarkoituksena on tuoda kestävyys olennaisemmaksi tekijäksi sijoitusmarkkinoille, ja edistää pääomien siirtymistä kestäviin sijoituskohteisiin.

¹¹⁴ Ks. yhteenveto kestävän kehityksen historiasta EU:ssa esim. Bándi ym. 2014 s. 75-98.

¹¹⁵ Kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma, komission tiedoksi COM(2018) 97 final.

¹¹⁶ HLEG 2018 s. 2.

¹¹⁷ COM(2018) 353 final.

¹¹⁸ COM(2018) 354 final.

¹¹⁹ COM(2018) 355 final.

Lainsäädäntöpaketti on kokonaisuudessaan hyvin merkittävä, koska asetuksentasoisena sitä sovelletaan suoraan EU-jäsenvaltioissa.¹²⁰ Asetuksilla yhdenmukaistetaan EU:n sisällä kestävän taloudellisen toiminnan määritelmä sijoitustoimintaa varten ja sijoitustuotteiden tarjoajien velvollisuudet kestävyystekijöistä tiedottamiseen liittyen. Juuri yhtenäisten käytäntöjen ja sääntöjen luominen on keskeinen perustelu lainsäätäjän toimille kestävään sijoittamiseen liittyen.

EU:n lainsäädäntövaltuuksista säädetään unionin perussopimuksissa. Kestävän sijoittamisen kannalta olennainen on ensinnäkin SEU 3 artiklan 3 kohta, jonka mukaan ”Unioni toteuttaa sisämarkkinat. Se pyrkii Euroopan kestävään kehitykseen, jonka perustana ovat tasapainoinen talouskasvu ja hintavakaus, täystyöllisyys ja sosiaalista edistystä tavoitteleva erittäin kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous sekä korkeatasoinen ympäristönsuojelu ja ympäristön laadun parantaminen.” SEUT 114 artiklassa Euroopan parlamentille ja neuvostolle annetaan toimivalta toteuttaa toimenpiteitä, joilla lähennetään jäsenvaltioiden lakeja, asetuksia ja hallinnollisia määräyksiä. Toimenpiteiden tarkoituksena on oltava sisämarkkinoiden toiminnan turvaaminen. Tämä voi tarkoittaa paitsi nykyisten sisämarkkinaesteiden poistamista, myös tulevien esteiden ennaltaehkäisemistä.¹²¹

EU:n sisämarkkinoilla keskeinen käsite ovat ns. perusvapaudet, joiden avulla sisämarkkinoiden toiminta pyritään turvaamaan.¹²² Perusvapauksia ovat tavaroiden, palveluiden, henkilöiden ja pääomien vapaa liikkuvuus. Kestävän sijoittamisen kannalta olennainen on juuri pääomien vapaa liikkuvuus, josta säädetään SEUT 63-66 artikloissa. Pääoman vapaan liikkuvuuden eduiksi on katsottu mm. pienempi häiriöherkkyys pienemmillä markkinoilla, pääoman tarjonnan kasvu ja pääomien keräämisen helpottuminen.¹²³

Kestävän sijoittamisen lainsäädäntöpaketin taustalla onkin siis vahvasti ajatus sisämarkkinoiden toimintaedellytysten turvaamisesta pääomien vapaan liikkuvuuden edistämisen kautta. Monet havaituista ongelmista johtavat joko epäsuorasti tai suorasti rajat ylittävien kestävien sijoitusten vaikeutumiseen. Esimerkiksi kestävän taloudellisen toiminnan käsitteen vaihtelevuus jäsenmaittain olisi omiaan hämmentämään sijoittajia, tai sijoituspalvelujen tarjoajien erilaiset käytännöt kestävyystekijöistä tiedottamisessa vaikeuttaisivat sijoitustuotteiden vertailua. Pääomien vapaan liikkuvuuden vaikeutuessa samalla häiriintyy myös sisämarkkinoiden toiminta. Tällaisten seurausten estäminen on ehdotetun lainsäädännön tärkeimpiä perusteita.

¹²⁰ SEUT 288 artikla.

¹²¹ Ks. Barnard 2013 s. 639.

¹²² Ks. Barnard 2013 s. 3-30.

¹²³ Molle 2006 s. 218.

EU:n lainsäädäntötoimivallasta puhuttaessa olennainen käsite on myös ns. subsidiariteetti- eli toissijaisuusperiaate.¹²⁴ Toissijaisuusperiaatteen mukaisesti EU:n tulee toimia EU:n tasolla vain silloin, jos suunniteltuja tavoitteita ei voida saavuttaa alhaisemmilla tasoilla. Periaatetta on käsitelty asetusehdotusten perusteluissa, ja keskeisenä argumenttina on aikaisemmin käsitelty sääntöjen epäyhtenäisyydestä johtuvat markkinahäiriöt. Kansalliset lainsäädäntöratkaisut säädetään kansallisten intressien mukaisesti, ja koska nämä vaihtelevat jäsenmaittain, myös sääntelyn sisältö vaihtelisi, mikä aiheuttaisi epätietoisuutta sijoittajille ja vaikeuttaisi sijoitustuotteiden vertailua. Komission mukaan EU:n harmonisointitoimenpiteet toisivat johdonmukaisuutta markkinoille ja ennaltaehkäisisivät kansallisten lainsäädäntöjen eroavaisuuksia. Näin ollen kansalliset ratkaisut kestävän sijoittamisen ongelmiin eivät olisi riittäviä, vaan tarvitaan EU-tason sääntelyä.

On toisaalta huomattava, että monin osin sijoituspalveluiden tarjoajien velvollisuuksien sisällöstä on jo säädetty asetuksin, eli ne ovat harmonisoituja. Asetusehdotusten mukaan ongelmana on se, että nykyiset säädökset jättävät paljon tulkintavaraa liittyen kestävään sijoittamiseen ja kestävyystekijöistä tiedottamiseen liittyviin erityispiirteisiin.¹²⁵ Tästä syystä tarvitaan erityissääntelyä, jolla täsmennetään juuri kestävään sijoittamiseen liittyviä erityiskysymyksiä, ja näin vältetään pirstaloituminen, epäjohdonmukaisuus ja ennalta-arvaamattomuus sisämarkkinoilla. Vaikuttavuusarvion mukaan sääntely myös edistäisi markkinoiden tasapuolisuutta ja alentaisi sääntelyn noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia.¹²⁶

Lainsäädäntöpaketin tavoitteet on vahvasti kytketty kestävän kehityksen edistämiseen. Lainvalmisteluaineistojen mukaan sillä viitataan ”kehitykseen, joka vastaa nykypäivän tarpeisiin vaarantamatta tulevien sukupolvien mahdollisuutta vastata omiin tarpeisiinsa”¹²⁷, joten määritelmä on sama kuin Brundtlandin komissiolla. Asetusehdotuksissa kuitenkin huomautetaan, että tällä hetkellä ne keskittyvät vain ympäristöystävällisyyteen, ja muut, kuten yhteiskunnalliset tekijät, otetaan mahdollisesti mukaan myöhemmin.¹²⁸

Sääntelyn yhtenäistämisellä on monia etuja, kuten edellä on käyty läpi. Toisaalta ongelman ratkaisukeinoksi on valittu oikeudellinen sääntely, johon on oikeuskirjallisuudessa liitetty tiettyjä yleisiä heikkouksia, kuten tehottomuus, kalleus ja sääntöjen joustamattomuus. Se, millaiseksi

¹²⁴ SEU 5 artikla.

¹²⁵ Esimerkiksi MiFID II -direktiivi edellyttää, että sijoituspalveluyritys toimii rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti asiakkaidensa etujen mukaisesti tarjotessaan näille sijoituspalveluja (24 artikla). Kestävyystekijöitä ei kuitenkaan ole asetuksessa mainittu.

¹²⁶ SWD(2018) 264 final s. 32.

¹²⁷ COM(2018) 353 final s. 1.

¹²⁸ COM(2018) 353 final s. 12.

sääntely lopulta osoittautuu, on kuitenkin aina tapauskohtaista. Tämän luvun tarkoituksena on vastata tutkimuskysymykseen siitä, onko suunniteltu sääntely tarkoituksenmukaista.

Seuraavissa osioissa käydään lyhyesti läpi vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyvän sääntelyn taustat, jotta voidaan ymmärtää sääntelyn kehityskulku. Tämän jälkeen käydään läpi kolmen asetusehdotuksen keskeinen sisältö. Lopuksi, jotta tutkimuksen tavoitteisiin voidaan päästä ja vastata sääntelyteoreettisiin kysymyksiin, arvioin sääntelyä valittujen sääntelystandardien valossa.

4.2 Tausta

4.2.1 Ensimmäinen vihreä joukkovelkakirja

Ensimmäinen ”vihreäksi” katsottu joukkovelkakirja laskettiin liikkeelle vuonna 2007, kun Euroopan investointipankki laski liikkeelle ns. ilmastotietoisien joukkovelkakirjan (Climate Awareness Bond, CAB), jossa varoja sijoitettiin energiatehokkuutta ja uusiutuvaa energiaa tukeviin projekteihin.¹²⁹ Seuraavana vuonna Maailmanpankki (World Bank) laski liikkeelle oman vihreän joukkovelkakirjansa, jossa määriteltiin ensimmäistä kertaa tarkempia kriteerejä hyväksyttävälle vihreille projekteille, ja jossa myös käytettiin ulkopuolista arvioijaa varmentamaan projektien vihreys.¹³⁰ Molempien vihreiden joukkovelkakirjojen taustalla oli tavoite siitä, että niiden käyttöönotolla voidaan laajemminkin edistää rahoituksen käyttöä ympäristöön liittyvien tavoitteiden saavuttamisessa.

Vuoden 2007 jälkeen kiinnostus vihreitä joukkovelkakirjoja kohtaan on hiljalleen kasvanut, ja 2010-luvulla kasvu niiden kohdalla on ollut hyvin voimakasta, esimerkiksi vuosien 2015 ja 2016 välillä vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeellelasku lähes kaksinkertaistui.¹³¹ Vuodelle 2019 CBI:n ennuste liikkeelle laskettavien vihreiden joukkovelkakirjojen arvoksi on 250 miljardia dollaria. Nykyisin myös Helsingin pörssin listoilla on oma kestävien joukkovelkakirjojen segmenttinsä.

Paitsi lisääntyneen ilmastotietoisuuden lisäksi vihreiden joukkovelkakirjojen nousun taustalla on myös ollut eräitä kansainvälisiä kokouksia ja sopimuksia. Erityisesti Pariisin ilmastopöytäkirja ja YK:n

¹²⁹ http://www.eib.org/en/investor_relations/cab/index.htm kohdassa Climate Awareness Bonds.

¹³⁰ <http://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd/ibrd-green-bonds>. Samanaikaisesti Maailmanpankki julkaisi ilmastomuutoksen torjuntaan liittyvän strategisen puitekehiksen, jossa yhdeksi päähankkeeksi asetettiin rahoituksen roolin edistäminen ilmastomuutoksen torjunnassa. Ks. Development and Climate Change: A Strategic Framework for the World Bank Group. Report to the Development Committee. October 12, 2008

¹³¹ Eurosif 2018 s. 51.

kestävän kehityksen toimintaohjelma ovat ohjanneet kansallisvaltioita ja Euroopan unionia ottamaan kestävä kehitys entistä vahvemmin mukaan politiikkaan ja lainsäädäntöön.

4.2.2 Pariisin ilmastopöytäkirja

Pariisin ilmastokongressissa vuoden 2015 joulukuussa 195 valtiota sopi uudesta yleisestä, oikeudellisesti velvoittavasta ilmastopöytäkirjasta. Sopimuksen tavoitteita ovat mm. maapallon keskilämpötilan nousun pitäminen alle kahdessa celsiusasteessa suhteessa esiteolliseen aikaan, globaalien ilmastopäästöjen huipun saavuttaminen mahdollisimman pian, ja tämän jälkeen päästöjen nopea laskeminen. Kansallisvaltioiden ohella myös Euroopan unioni on sitoutunut Pariisin ilmastopöytäkirjaan.

Pariisin sopimuksen keskeisin sisältö on sen 2 artiklassa, jossa säädetään yleisesti sopimuksen tavoitteista. Näitä ovat edellä mainitun ilmaston lämpenemisen rajoittamisen lisäksi ilmastomuutokseen varautuminen ja kasvihuonepäästöjen alentaminen. Sopimuksessa on tunnustettu, että rahoituksella on tärkeänä osa kestävän kehityksen mukaisten tavoitteiden saavuttamisessa. Sopimuksen 2 artiklan 1 kohdan c-alakohdan mukaan sopimuksen osapuolet pyrkivät edistämään finanssialan käyttöä saavuttaakseen alhaisempia kasvihuonepäästöjä ja edistämään ilmastokestävää kehitystä.

Rahoitukseen liittyvistä velvoitteista on säädetty tarkemmin sopimuksen 9 artiklassa. Sopimuksen 9 artiklan 3 kohdan mukaisesti kehittyneiden valtioiden on otettava johtava asema ilmastorahoituksen käyttöön otossa. Ilmastorahoituksessa tulisi ottaa kokonaisvaltainen lähestymistapa, ja hyödyntää useita lähteitä, instrumentteja ja kanavia.

Kestävän sijoittamisen kannalta sopimuksen keskeisin osa on kuitenkin epäsuorasti sen päämäärä. Ilmaston lämpenemisen pitäminen alle kahdessa celsiusasteessa suhteessa esiteolliseen aikaan vaatii merkittäviä sopeutumistoimenpiteitä ja lisäinvestointeja mm. uusiutuviin energianlähteisiin, mikä puolestaan vaatii uusia lähestymistapoja rahoitusmarkkinoiden osalta.

4.2.3 YK:n kestävän kehityksen toimintaohjelma

Vihreällä sijoittamisella on myös tärkeä rooli Yhdistyneiden kansakuntien asettamien Kestävän kehityksen tavoitteiden saavuttamisessa. Kestävän kehityksen tavoitteet¹³², eli Agenda 2030, on

¹³² Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015: 70/1. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development.

YK:n toimintaohjelma, jonka tarkoituksena on ohjata kestävään kehitykseen tähtääviä toimia vuoteen 2030 asti. Ohjelma koostuu 17 universaalista¹³³ päätavoitteesta, joilla on puolestaan omia alatavoitteita. Tavoitteet eivät ole vain ympäristöön liittyviä, vaan mukana on myös mm. köyhyyden poistamiseen, koulutuksen parantamiseen ja tasa-arvon lisäämiseen tähtääviä tavoitteita.

Vihreällä rahoituksella on tärkeä rooli monen Agenda 2030-tavoitteen saavuttamisessa. On selvää, että esimerkiksi monet veden saatavuuteen (tavoite 6), energiatehokkuuteen (tavoite 7) ja kestäväan infrastruktuuriin (tavoite 9) liittyvät tavoitteet vaativat lisäinvestointeja niitä tukeviin vihreisiin projekteihin. Toimintaohjelmassa on nimenomaisesti tunnistettu rahoituksen merkitys mm. biodiversiteetin ja ekosysteemien säilyttämisessä (tavoite 15, kohta 15a). Lisäksi toimintaohjelmassa viitataan täytöntöönpanon osalta ns. Addis Ababan toimintaohjelmaan¹³⁴, jossa tunnistetaan tarve ohjata ja kannustaa yksityistä rahoitussektoria ohjaamaan pääomavirtoja kohti kestäviä sijoituskohteita.¹³⁵

EU:lla on ollut merkittävä rooli toimintaohjelman laatimisessa, ja EU on myös sitoutunut toimintaohjelman ja sen tavoitteiden täytöntöönpanoon.¹³⁶ Toimintaohjelmalla on siten EU:n sisällä politiikkaa ohjaava vaikutus. Tavoitteiden saavuttamista seurataan vuosittaisessa YK:n kestävän kehityksen korkean tason poliittisessa foorumissa.

Yhteenvedona voidaan siis todeta, että vihreiden joukkovelkakirjojen kehitys alkoi siis vuonna 2007, ja niiden merkitys on kasvanut erityisesti vuoden 2016 jälkeen. Kehityskulusta voidaan huomata, että vihreiden joukkovelkakirjojen synnyn taustalla yhtenä keskeisenä tekijänä on erilaisten kansainvälisten sitoumusten täyttäminen, tai ainakin parempien edellytysten tarjoaminen sitä varten. Vihreät joukkovelkakirjat voidaankin katsoa markkinoiden vastaukseksi tällaiseen ympäristöystävällisyyttä korostavan rahoitusinstrumentin puutteeseen.

Positiivisena kehityspiirteenä kestävässä sijoittamisessa voidaan pitää sitä, että laintasoisen sääntelyn ja täsmällisten määritelmien puutteesta huolimatta kiinnostus kestävää sijoittamista kohtaan on kasvanut.¹³⁷ Sijoittajien keskuudessa ilmenevän kiinnostuksen lisäksi tästä on osoituksena ns. Pariisin

¹³³ Tavoitteiden universaalisuus ilmenee ensinnäkin tavoitteiden osalta siten, että ne on muotoiltu yleisiksi koskemaan sekä teollisuus- että kehitysmaita. Lisäksi moneen tavoitteeseen on kirjattu, että teollisuusmaat avustavat kehitysmaita tavoitteiden saavuttamisessa esimerkiksi rahoituksen tai teknologian muodossa.

¹³⁴ Resolution adopted by the General Assembly on 27 July 2015[without reference to a Main Committee (A/69/L.82)] 69/313. Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development.

¹³⁵ Agenda 2030 kohta 40. EU on ollut vahvasti mukana Addis Ababan toimintaohjelman suunnittelussa. Yksityisen rahoitussektorin mobilisoimisesta kestäviin sijoituksiin ks. toimintaohjelman 35 ja 36 kohta.

¹³⁶ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaaliskomitealle ja alueiden komitealle. Seuraavat toimet Euroopan kestävän tulevaisuuden varmistamiseksi. Kestävyttä edistävät EU:n toimet {SWD (2016) 390 final} s. 3.

¹³⁷ EuroSIF 2018.

vihreitä joukkovelkakirjoja koskeva julistus, jossa merkittäviä varainhoitajia ja rahastoja sitoutui edistämään vihreiden joukkovelkakirjojen käyttöä ilmastomuutoksen torjunnassa.¹³⁸ Kasvusta huolimatta kestäväan sijoittamiseen liittyy viherpesuun liittyviä uhkakuvia, ja ne ovat merkittävimpänä esteenä kestävien sijoitusten laajemmalle käyttöönotolle.¹³⁹

4.3 Lainsäädännön valmistelu

Euroopan unioni on asettanut tavoitteekseen tehdä eurooppalaisesta talousjärjestelmästä kestävämpi, resurssitehokkaampi ja vähäpäästöisempi.¹⁴⁰ Rahoitussektorin merkittävästä asemasta johtuen tämän on katsottu vaativan koko finanssijärjestelmän, sen kulttuurin ja kannustimien muutosta. Osana tätä laajempaa muutosta tarvitaan myös lainsäädännöllisiä muutoksia, joilla tuetaan kestävyysden mukanaoloa finanssimarkkinoilla.

Edellä käsitelty kansainväliset sitoumukset ovat vahvasti taustalla EU:ssa havaitun sääntelytarpeen taustalla. Sekä Pariisin ilmastopöytäkirja että YK:n Agenda 2030 mainitaan useassa kohdassa sekä yksittäisten asetusesitysten että laajemman toimintasuunnitelman perusteluissa. Näiden sitoumusten täyttämisen lisäksi EU on asettanut tavoitteekseen olla johtajana ja suunnannäyttäjänä kestäväan rahoitukseen siirtymisessä.

Sääntelyn valmistelua varten perustettiin erityisen korkean tason asiantuntijaryhmä, jonka tehtävänä oli suunnitella koko finanssimarkkinoita koskeva reformi, joka toimii EU:n kestävyysperustuvan finanssistrategian tukena. Asiantuntijaryhmän raporttia seurasi kestäväan sijoittamista koskeva toimintasuunnitelma, jonka osia konkreettiset kestäväan sijoittamista koskevat asetusehdotukset ovat.

4.3.1 Korkean tason asiantuntijaryhmän raportti

Euroopan unionin kestäväan sijoittamista koskeva sääntely perustuu suurelta osin ns. korkean tason asiantuntijaryhmän laatimaan kestäväan rahoitusta koskevaan raporttiin¹⁴¹. Raportti on julkaistu vuoden 2018 tammikuussa, ja sen tarkoituksena on antaa strategisia suosituksia kestäväan

¹³⁸ Ks. The Paris Green Bonds Statement, 9. joulukuuta 2015.

¹³⁹ EuroSIF 2018 s. 80-81.

¹⁴⁰ HLEG 2018 s. 2.

¹⁴¹ Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance.

sijoitustoiminnan edistämiseksi. Raportti on laadittu EU:n päätöksentekoa varten komission toimeksiannosta, mutta siinä korostetaan, että siinä esitetyt suositukset ovat globaalisti relevantteja.¹⁴²

Raportin mukaan sen tarkoituksena on antaa suosituksia siitä, 1) miten pääomia voidaan ohjata kestäviin sijoituskohteisiin, 2) miten tunnistaa askeleita, joita finanssi-instituutiot ja valvojat voivat ottaa suojellakseen finanssijärjestelmää kestävyysriskeiltä, ja 3) miten nämä politiikat voidaan ottaa käyttöön eurooppalaisella tasolla.¹⁴³ Raportissa on tunnistettu, että tehtävän laajuudesta johtuen tarvitaan kokonaisvaltainen lähestymistapa, jossa tunnistetaan ja ratkaistaan kestäviä sijoituksia häiritseviä ongelmakohtia finanssimarkkinoilla. Raportissa annetaankin sekä konkreettisempia toimenpidesuosituksia että laajempia, ajattelutavan muutokseen ohjaavia suosituksia.

Asiantuntijaryhmän kokoonpanoon on otettu kattavasti mukaan eri sidosryhmien edustajia. Asiantuntijaryhmässä oli jäseniä ja tarkkailijoita pankki-, vakuutus-, varainhallinta-, pörssi- ja muista finanssimarkkinainstituutioista, kansalaisjärjestöistä ja muista yhteiskunnallisista organisaatioista.¹⁴⁴ Sidosryhmien ja kolmansien kaupallisten osapuolten mukanaolon vaikutusta lainsäädäntöprosessiin käsitellään jäljempänä, mutta yleisesti ottaen tällaista osallistumista on pidetty sääntelyteorian parissa sääntelyn laatua parantavana asiana.

Asiantuntijaryhmän raportissa annetaan kahdeksan avainsuositusta, jotka ovat 1) EU-tason yhteisen kestävyysluokittelujärjestelmän luominen ja ylläpitäminen, 2) sijoittajan velvollisuuksien selventäminen pitkän aikavälin ja kestävyysnäkökulmien edistämiseksi, 3) tiedotusvelvollisuuksien päivittäminen ja kestävyysriskien läpinäkyvyys, aloittaen ilmastonmuutoksesta, 4) piensijoittajia koskeva strategia kestäväan sijoittamiseen liittyen: sijoitusneuvonta, ekomerkit ja SRI-minimivaatimukset, 5) virallisten eurooppalaisten kestävyysstandardien ja -merkkien kehittäminen ja täytäntöönpano, aloittaen vihreistä joukkovelkakirjoista, 6) ”Kestävän infrastruktuurin Euroopan” perustaminen, 7) hallinto ja johtajuus, ja 8) kestävyiden sisällyttäminen ESA:n valvontamandaattiin ja riskienhallinnan aikavälin pidentäminen.

Raportin tarkoituksena on luonnostella yleisesti kestäväan sijoittamista koskevaa toimintasuunnitelmaa. Erityisesti suositukset 1, 2, 3, 4 ja 5 koskevat vihreitä joukkovelkakirjoja, ja niiden vaikutus on nähtävissä varsinaisten asetusehdotusten sisällöissä. Avainsuositusten lisäksi raportissa annetaan myös yleisempiä suosituksia ja tavoitteita, kuten ”lyhytnäköisyyden” torjumisen finanssimarkkinoilla ja kannustaminen pitkäjänteisyyteen.¹⁴⁵

¹⁴² HLEG 2018 s. 2

¹⁴³ HLEG 2018 s. 5

¹⁴⁴ Ks. HLEG 2018 s. 96.

¹⁴⁵ HLEG s. 45-48. Kestävyiden ei katsota raportissa olevan yhteensopiva lyhytjänteisen sijoitusstrategian kanssa.

Raporttia on mahdollista kritisoida siitä, että sen tavoitteiden ja toimintaehdotusten välillä ei ole suoraa yhteyttä. Vaikka raportissa annetut suositukset ovatkin tärkeitä vihreiden sijoitusten markkinoiden toiminnan kannalta, kyse on kuitenkin vasta toimintaedellytysten luomisesta. Voidaan kysyä, voidaanko suositusten avulla todella ohjata pääomia vihreisiin sijoituksiin, vai edellyttäisikö tämä varsinaisia kannustimia kestäväyyteen perustuvien sijoitusstrategioiden käyttämiseen. Tällä hetkellä vihreä sijoittaminen jää periaatteessa täysin markkinatahdon varaan.

4.3.2 Kestävän kasvun rahoituksen toimintasuunnitelma

Asiantuntijaryhmän loppuraportti johti konkreettisiin toimenpiteisiin, kun vuoden 2018 toukokuussa Euroopan komissio julkaisi kestävän kasvun rahoituksen toimintasuunnitelman¹⁴⁶. Toimintasuunnitelmassa on korkean tason asiantuntijaryhmän raportin tapaan tunnistettu rahoitusjärjestelmän merkittävä osuus EU:n kestävyystavoitteisiin pääsemisessä. Raportissa annetut suositukset toimivat kestävän kasvun rahoituksen toimintasuunnitelman lähtökohtana.¹⁴⁷

EU:n kestäväälle sijoittamiselle asettamat tavoitteet käyvät ilmi komission kestävää kasvua koskevasta toimintasuunnitelmasta. Tavoitteet ovat 1) pääomien ohjaaminen kestäviin investointeihin kestävän ja osallistavan kasvun saavuttamiseksi, 2) sellaisten rahoitusriskien hallitseminen, jotka aiheutuvat ilmastonmuutoksesta, luonnonvarojen ehtymisestä, ympäristön pilaantumisesta ja yhteiskunnallisista ongelmista, ja 3) läpinäkyvyyden ja pitkäjänteisyyden suosiminen taloudellisessa ja rahoitustoiminnassa.¹⁴⁸ Toimintasuunnitelma sisältää yhteensä kymmenen toimea, jotka tukevat tavoitteiden saavuttamista.¹⁴⁹ Suunnitelmassa sitouduttiin antamaan lainsäädäntöehdotukset, joilla toimia aletaan konkreettisesti toteuttamaan.

Edellä käsiteltyjen tavoitteiden tukeminen on siis myös kestävää rahoitusta koskevan lainsäädäntöpaketin päämäärä. Asetusehdotuksista laaditun vaikutusarvioinnin¹⁵⁰ mukaan konkreettiset lainsäädäntöehdotukset tukevat erityisesti kohtaa 2 kokonaisuudessaan ja kohtaa 3

¹⁴⁶ Kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma, COM(2018) 97 final.

¹⁴⁷ COM(2018) 97 final s. 2.

¹⁴⁸ COM(2018) 97 final s. 2.

¹⁴⁹ Nämä ovat 1) laaditaan EU:n luokittelujärjestelmä kestäville toiminnoille (aloittaen ilmastoon liittyvästä toiminnasta), 2) laaditaan standardit ja merkit vihreille rahoitustuotteille, 3) helpotetaan investoimista kestäviin hankkeisiin, 4) sisällytetään kestävyys rahoitusneuvontaan, 5) kehitetään kestävyiden vertailuarvoja 6) sisällytetään kestävyys aiempaa tehokkaammin luottoluokituksiin ja markkinaselvityksiin, 7) selkeytetään yhteisösijoittajien ja omaisuudenhoitajien velvollisuuksia, 8) sisällytetään kestävyys vakavaraisuusvaatimuksiin, 9) vaaditaan yrityksiltä enemmän kestävyystietoja ja tietoja tilinpäätösnormistostaan ja 10) edistetään yritysten kestävämpää hallintoa ja hillitään pääomamarkkinoiden lyhytjänteisyyttä. Ks. COM(2018) 97 final s. 4-12.

¹⁵⁰ Comission Staff Working Document: Impact Assessment, SWD(2018) 264 final.

läpinäkyvyyden osalta.¹⁵¹ Tämä siksi, että sijoittajien alentuneet informaation etsintäkustannukset ja ESG-tekijöiden sisällyttäminen sijoituspäätöksiin tukevat erityisesti näitä kahta tavoitetta.

Näiden yleisten tavoitteiden lisäksi lainsäädäntöehdotuksille on asetettu myös kolme erityisempää tavoitetta: sääntelyn tulee 1) varmistaa, että eri sektoreilla ja jäsenvaltioissa on selkeä ja johdonmukainen lähestymistapa ESG-tekijöiden integrointiin sijoitusprosesseihin, 2) parantaa läpinäkyvyyttä loppusijoittajia kohtaan kehittämällä ESG-tekijöiden tiedottamisesta liittyviä velvollisuuksia, ja 3) selkeyttää EU-tasolla, mitä tarkoittaa kestävä taloudellinen toiminta.¹⁵² Kaksi ensimmäistä tavoitetta liittyvät siis ennen kaikkea tiedonantoasetukseen, ja kolmas puolestaan kestävä sijoittamista koskevaan määritelmään ja vertailuarvoja koskevaan sääntelyyn.

Tiedonantovelvollisuuteen liittyen on erotettavissa kaksi samankaltaista tavoitetta. Ensinnäkin komission mukaan finanssimarkkinoille tarvitaan selkeämmät ja yhtenäisemmät säännöt siitä, miten ESG-tekijöiden tulee olla mukana sijoituspäätöksissä. Toinen tavoite liittyy siihen, miten ESG-tekijöiden mukanaolosta tiedotetaan loppusijoittajille. Taustalla on ajatus siitä, että ESG-tekijät pitäisi saada keskeisemmäksi osaksi koko rahoitusjärjestelmää, ja samalla kannustaa kiertotalous- ja vihreys-ajattelumallien käyttöönottoon Euroopan taloudessa.

Sääntelyä lähestyttäessä sääntelyteorian näkökulmasta on keskeistä ottaa selvää siitä, mikä on ns. sääntelyongelma, joka sääntelyllä pyritään ratkaisemaan. Kuten aikaisemmin todettiin, markkinahäiriön olemassaolo on ensimmäinen, joskaan ei ainoa, edellytys uudelle sääntelylle.

Lainsäädännön valmistelussa onkin tunnistettu eri ongelmia liittyen vihreään sijoittamiseen.¹⁵³ Ensinnäkään komission vaikutusarvioinnin mukaan nykytilassa ei ole tarpeeksi läpinäkyvyyttä eikä selkeyttä siitä, miten ESG-tekijät tulee ottaa huomioon sijoituspäätöksissä ja neuvonantoprosesseissa.. Toinen ongelma on ESG-tekijöihin liittyvien tiedonantovelvollisuuksien puute. Nämä kaksi kohtaa koskevat kaikenlaisia sijoitustuotteita. Kolmantena ongelmana on selvyyden puute siitä, minkälainen taloudellinen toiminta voidaan katsoa kestäväksi.¹⁵⁴

Komissio pyrkii puuttumaan sääntelyllään varsin laaja-alaiseen ongelmakenttään, jonka keskiössä on tiedon puutteellisuus markkinoilla ja sen vaikutukset sijoittajien käyttäytymiseen. Ennen kaikkea

¹⁵¹ SWD(2018) 264 final s. 34.

¹⁵² SWD(2018) 264 final s. 34.

¹⁵³ SWD(2018) 264 final s. 34-35.

¹⁵⁴ Lainvalmistelussa havaitut ongelmat ovat pitkälti samankaltaisia kuin ne ongelmat, jotka on nostettu oikeuskirjallisuudessa esiin vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyen. Tärkeimpiä ongelmia ovat juuri epäselvyys ”vihreyden” käsitteestä, läpinäkyvyyden puute vihreiden joukkovelkakirjojen hallinnoinnissa ja niistä tiedottaessa sekä tehokkaiden oikeussuojakeinojen puute väärinkäytöstilanteissa. Ks. esim. Wang 2018 s. 470, Talbot 2017 s. 135-137 ja Trompeter 2017 s. 6.

kyse on siitä, että sijoitusmarkkinoilla ei ole tarpeeksi selvyyttä ja läpinäkyvyyttä siinä, miten kestävyysnäkökulmat, pääasiassa ESG-tekijät, tulisi ottaa huomioon sijoitustoiminnassa ja sijoituspalveluiden tarjoamisessa.¹⁵⁵ Komission mukaan kestävän sijoittamisen markkinoilla nämä ovat tällä hetkellä ongelmakohtia, jotka häiritsevät markkinoiden kasvua, ja nämä tekijät voidaan sääntelyllä korjata.

Informaation epätäydellisyys voi johtua monesta syystä, ja mm. Baldwin, Cave ja Lodge ovat keränneet yleisimpiä tällaisia syitä.¹⁵⁶ Ensinnäkin informaation tuottaminen voi olla liian kallista, tai informaation tuottaja ei saa työstään riittävästi kompensatiota. Informaation tuottajalla voi myös olla kannustimia väärentää tietoa. Tuotettu tieto ei välttämättä riittävästi auta kuluttajaa, jos tällä ei esimerkiksi ole riittävää teknistä asiantuntemusta tiedon arvioimiseen. Lisäksi markkinoilla tapahtuvat kilpailulainsäädännön alaan kuuluvat väärinkäytökset voivat vaikuttaa tiedon riittämättömyyteen. Sääntelyn avulla turvattu riittävä ja tarkka informaatio sen sijaan voi edesauttaa kilpailua markkinoilla.

EU-sääntelyn taustalla on ajatus siitä, että ongelmien taustalla on viisi tekijää, joista kolme on peräisin lainsäädännöllisistä epäonnistumisista.¹⁵⁷ Nämä ovat 1) selvyiden ja koherenssin puute EU:n sääntelyssä liittyen siihen, miten velvollisuudet sijoittajia kohtaan ja ESG-tekijöiden huomioon ottaminen sijoitus- ja neuvonantoprosesseissa suhtautuvat toisiinsa, 2) tiedonpuute liittyen siihen, miten ESG-tekijät tulisi integroida sijoitusprosesseihin, ja 3) selvyiden puute siinä, minkälainen toiminta voidaan käsittää kestäväksi taloudelliseksi toiminnaksi.¹⁵⁸ Lainsäädännöllisellä epäonnistumisella viitataan tässä yhteydessä siihen, että komission mukaan joko olemassa olevan EU-säännöksen suunnittelu tai implementointi ei ole optimaalinen, tai erityisiä säännöksiä ESG-tekijöiden huomioon ottamisesta ei ylipäätään ole olemassa.¹⁵⁹ Sääntelyteoriassa tällaiset lainsäädännölliset epäonnistumiset tai sääntelyhäiriöt on nähty markkinahäiriöiden ohella toiseksi perusteeksi lainsäädännölle tai lainsäädäntömuutoksille.¹⁶⁰

1) Korkeat informaation etsintäkustannukset loppusijoittajille

¹⁵⁵ SWD(2018) 264 final s. 15.

¹⁵⁶ Baldwin ym. 2012 s. 18-19.

¹⁵⁷ SWD(2018) 264 final s. 15.

¹⁵⁸ Näiden lisäksi on tunnistettu kaksi tekijää, jotka eivät ole lainsäädäntöön liittyviä, ainakaan välittömästi: 1) yritykset ja liikkeeseenlaskijat eivät tarjoa vertailukelpoista ja helposti saatavilla olevaa ESG-tietoa, ja 2) lyhytnäköisyys markkinakäyttäytymisenä. Nämä on käsitetty laajemmiksi rakenteellisiksi tekijöiksi, joihin pyritään puuttumaan erillisillä lakialoiteilla. Ks. SWD(2018) 264 final s. 15 ja s. 27 alaviitteineen.

¹⁵⁹ SWD(2018) 264 final s. 15.

¹⁶⁰ Ks. esim. Baldwin ym. 2012 s. 68-82.

Keskeisenä ongelmana markkinoilla on arvion mukaan tällä hetkellä se, että sellaiset sijoittajat, jotka haluavat tehdä sijoituspäätöksensä sijoituskohteiden kestävyysperusteella, kohtaavat vaikeuksia löytää tietoa sijoituskohteiden ESG-tekijöistä.¹⁶¹ Koska tällainen tieto on vaikeammin saatavilla, sijoituspäätösten tekeminen kestävyysperusteella nostaa sijoitusten kuluja. Tätä ei tietenkään voida pitää toivottavana, jos tavoitteena on kestävä sijoittamisen lisääminen.¹⁶²

Pääongelmana on siis markkinoilla olevan kestäviä sijoituksia koskevan tiedon epätäydellisyys. Tiedon löytäminen vaikeuttavat raportin mukaan 1) läpinäkyvyyden puute siinä, miten ESG-tekijät on integroitu sijoitus- ja neuvonantoprosesseihin (sisältäen tiedonannot liittyen ESG-tekijöihin), ja 2) epäselvyys siitä, mitä voidaan ylipäättään pitää kestäväna taloudellisena toimintana.¹⁶³ Nämä seikat puolestaan johtavat siihen, että sijoittajien on vaikeaa löytää relevanttia tietoa ESG-tekijöistä, mikä tarkoittaa korkeampia informaation etsintäkuluja. Lisäksi informaation epätäydellisyys tekee kestävien sijoituskohteiden vertailusta vaikeaa.¹⁶⁴

Kestävyttä koskevan sijoitustiedon puutteellisuus voi johtaa puolestaan käyttäytymisen vääristymiseen markkinoilla. Raportissa esitetään, että mikäli sijoittajat eivät ole kunnolla tietoisia kestävyteen liittyvistä sijoitusvaihtoehdoista, he valitsevat ns. oletusvaihtoehdon, joka on tavanomaiset sijoitukset ilman kestävyyskriteerejä.¹⁶⁵ Lisäksi sijoittajat eivät myöskään pääse kehittämään ja tiedottamaan preferensseistään kestävä sijoittamista kohtaan johtuen tiedonpuutteesta. Voi olla myös niin, että kestävydestä ei tule osaksi sijoittajien rahoituspäätöksiä, koska sijoitusneuvojat eivät ota asiaa puheeksi, elleivät asiakkaat nimenomaisesti sitä pyydä. Laadukkaalla ESG-tekijöistä saatavilla olevalla tiedolla on keskeinen merkitys siinä, valitseeko sijoittaja sijoitusinstrumentiksi kestävä sijoituskohteen.

2) Relevanteilla tahoilla ei ole kannustimia ottaa ESG-tekijöitä huomioon

Toinen keskeinen ongelma kestävä sijoittamiseen liittyen on se, että sijoituspalveluja tarjoavilla tahoilla¹⁶⁶ ei ole kannustimia tai työkaluja ESG-tekijöiden ottamiseksi huomioon sijoitus- ja neuvonantoprosesseissa.¹⁶⁷ Erityisesti epäselvyyttä liittyy siihen, miten ESG-tekijöiden tarkastelu ja

¹⁶¹ SWD(2018) 264 final s. 16.

¹⁶² Raportissa asiaa on käsitelty sekä institutionaalisten että piensijoittajien näkökulmasta.

¹⁶³ SWD(2018) 264 final s. 16.

¹⁶⁴ Raportissa viitataan tehtyihin tutkimuksiin, joiden mukaan markkinoilla ei ole riittävästi sijoitusten kestävyttä koskevaa tietoa. Tutkimusten mukaan suurin osa loppusijoittajista kokee, että he eivät pysty tekemään informoituja sijoituspäätöksiä saatavilla olevan kestävyttä koskevan tiedon avulla. Erityisesti ympäristöön ja yhteiskuntaan liittyvistä tekijöistä on vaikeaa saada tietoa. Ks. SWD(2018) 264 final s. 16 ja Euroopan komissio, Feedback Statement on Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability.

¹⁶⁵ SWD(2018) 264 final s. 16-17.

¹⁶⁶ Raportissa käytetään termiä "relevant entities", jolla viitataan varainhoitajiin, institutionaalisiin sijoittajiin, sijoitusneuvojiin ja vakuutusvälittäjiin. Ks. SWD(2018) 264 final s. 15.

¹⁶⁷ SWD(2018) 264 final s. 17.

keskeisten toimijoiden fidusiaariset velvollisuudet, kuten huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus, suhtautuvat toisiinsa.¹⁶⁸ Raportissa todetaan, että vaikka EU-lainsäädäntö ei olekaan esteenä ESG-tekijöiden ottamiselle huomioon sijoitusprosesseissa, nykyisen lainsäädännön implementointiin liittyy mainittuja ongelmia, mistä johtuen oikeustila on epäselvä. Tästä seuraa, että sijoituspalveluja tarjoavat tahot eivät ole ottaneet ESG-tekijöitä mukaan sijoituspäätösten tekoprosessiin yhtenäisellä tavalla, ja lisäksi ESG-tekijät huomioon ottavien toimijoiden osuus kasvaa hitaasti.¹⁶⁹

Tiivistäen voidaan siis todeta, että sääntelyn taustalla olevat ongelmat liittyvät kestävyttä koskevan tiedon saatavuuteen. Ensinnäkään loppusijoittajille tällaista tietoa ei ole riittävästi tarjolla, mikä johtaa kestävä sijoittamisen hitaampaan kasvuun. Toisaalta sijoituspalveluja tarjoavilla tahoilla ei ole kannustimia tällaisen tiedon tarjoamiseen. Ongelmat ovat selvästi yhteydessä toisiinsa, oikeastaan ne ovat asian kaksi eri puolta.

Toimintasuunnitelmaan kuuluu siis kolme lainsäädäntöehdotusta, joilla täsmennetään kestävä taloudellisen toiminnan määritelmää, selkeytetään sijoituspalvelujen tarjoajien tiedonantovelvollisuuksia kestävyteen liittyen ja lisätään rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa käytettävissä indekseissä määritelmät vähähiilisyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvot. Seuraavaksi käsitellään tarkemmin asetusehdotusten keskeistä sisältöä ja sitä, miten havaitut kestävä sijoittamista hankaloittavat ongelmat on konkreettisesti pyritty ratkaisemaan.

4.4 Kestävän taloudellisen toiminnan määritelmä

Keskeinen ongelma, joka liittyy vihreiden joukkovelkakirjojen käyttöön rahoitusinstrumenttina, on vihreän joukkovelkakirjan määritelmän epätasällisyys. Vihreillä joukkovelkakirjoilla ei ole tällä hetkellä legaalimääritelmää laissa, mikä on johtanut siihen, että tarkempaa määritelmää on pitänyt etsiä muualta, vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyvästä itsesääntelystä. Itsesääntelyn vapaaehtoisuudesta ja moninaisuudesta johtuen yhtenäistä määritelmää ei kuitenkaan ole syntynyt, joten liikkeeseenlaskija voi viime kädessä itse joukkovelkakirjaa markkinoidessaan päättää, markkinoidaanko sitä vihreänä vai ei. Tämä voi puolestaan johtaa ns. viherpesun ongelmaan, jossa

¹⁶⁸ Komission kannan mukaan ESG-tekijöiden huomioon ottaminen on yhteensovitettavissa muiden finanssioikeudellisten periaatteiden kanssa, kunhan 1) ESG-tekijöillä on rahallinen vaikutus sijoituksen suorituskykyyn tai arvostukseen, 2) voidaan kohtuudella odottaa, että sijoittajat yksimielisesti kannattavat ESG-tekijöiden huomioon ottamista, ja 3) ESG-tekijät ovat sijoitustuotteen tunnusomainen piirre verrattuna muihin muuten samankaltaisiin sijoituksiin. Ks. SWD(2018) 264 final s. 17.

¹⁶⁹ SWD(2018) 264 final s. 17. Raportin mukaan mm. sijoitusanalyysissään ympäristötekijöistä tiedottavien vastaajien määrä on kasvanut 3,9 prosentilla vuosittain vuodesta 2015. Komissio pitää tätä kasvutahtia liian hitaana.

tavallistakin joukkovelkakirjaa markkinoidaan ”vihreänä” ympäristöystävällisyyteen liittyvän positiivisen imagon hyödyntämiseksi.¹⁷⁰

Tärkeänä perusteena EU:n sääntelylle onkin se, että yksityiset luokittelujärjestelmät eivät tarjoa yhdenmukaista määritelmää, joka tukisi kestävän sijoittamisen kasvua.¹⁷¹ Lisäksi ongelmana voi olla se, että standardit eivät ole täysin kattavia, tai niiden sisältö voi ainakin osin poiketa EU:n tavoitteista. Standardien lisäksi myös jotkut EU:n jäsenvaltiot ovat luoneet omia luokittelujaan kestävälle sijoitustoiminnalle, mutta nekin on laadittu pääosin kansalliset intressit mielessä.¹⁷² Yhdessä tällainen erisisältöisten itsesääntelyn ja kansallisvaltioiden kehittämien säännösten kasvu voi johtaa vihreitä joukkovelkakirjoja koskevan sääntelyn pirstaloituneisuuteen. Käsitteen epäselkeydestä johtuen on myös haastavaa osoittaa epäselvissä viherpesuun liittyvissä tapauksissa, että väärinkäytös on tapahtunut. Edellä mainitut seikat lisäävät epätietoisuutta kestävän sijoittamisen käsitteestä sijoittajien keskuudessa, mikä puolestaan häiritsee kestävien sijoituskohteiden markkinoita ja markkinoiden kasvua.

Kestävää sijoittamista helpottavan kehysasetusehdotuksen tarkoituksena on siis ennen kaikkea yhtenäisen luokittelujärjestelmän luominen EU:n sisämarkkina-alueelle.¹⁷³ Sekä markkinaperäisten että kansallisten luokittelujärjestelmien kasvu johtaisi väistämättä monitasoisiin, eri suuntaisiin ja eri tavalla velvoittaviin järjestelmiin, mikä puolestaan johtaisi siihen, että sijoittajien käsitys kestävän taloudellisen toiminnan määritelmästä hämärtyisi. Erisuuntaiset luokittelujärjestelmät ja vertailemisen vaikeus voisivat johtaa myös suurempaan epäluottamukseen kestäviä sijoituskohteita kohtaan. Kestävän taloudellisen toiminnan määritelmän harmonisointi ja yhtenäinen luokittelujärjestelmä sen sijaan voisivat ohjata pääomia kestäviin sijoituksiin, ennaltaehkäisisivät viherpesua ja auttaisivat sijoittajia tunnistamaan kriteerit, joilla sijoitustuotteen kestävyys tai vihreys on määritelty. Myös markkinatoimijat ovat antaneet viitteitä siitä, että harmonisoitu luokittelujärjestelmä helpottaisi velvollisuuksien täyttämistä ja ESG-tekijöiden huomioon ottamista sijoituspäätöksissä.¹⁷⁴ Samoin EU itse pystyisi mittaamaan ja valvomaan tarkemmin sitä, miten asetetut tavoitteet on saavutettu. Myös rajat ylittävät sijoitukset helpottuvat, kun sijoittajien on helpompi vertailla eri sijoitustuotteita.

¹⁷⁰ Viherpesua on käsitelty myös kehysasetuksessa. Asetuksessa viherpesulla tarkoitetaan käytäntöä, jossa saadaan epäoikeudenmukaista kilpailuetua markkinoimalla rahoitustuotetta ympäristöystävällisenä tuotteena, vaikka se ei itse asiassa täytä perusluonteisia ympäristövaatimuksia.” Ks. COM(2018) 353 final s. 18.

¹⁷¹ SWD(2018) 264 final s. 25-27.

¹⁷² SWD(2018) 264 final s. 27.

¹⁷³ COM(2018) 353 final s. 1.

¹⁷⁴ SWD(2018) 264 final s. 33.

Asetusehdotuksen mukaan siinä ”määritetään ympäristön kannalta kestävän sijoituksen tunnistamiseen käytettävät kriteerit ja prosessi, jotta voidaan varmistaa, että tämän käsitteen erilaiset tulkinnat eri jäsenvaltioissa eivät vääristä sisämarkkinoita.¹⁷⁵ Toistaiseksi kestävyyttä käsitellään siis nimenomaan ympäristöystävällisyyden näkökulmasta; muut kestävyysaspektit, kuten sosiaaliset tai hallinnolliset tekijät, voidaan mahdollisesti ottaa mukaan myöhemmin.¹⁷⁶ Tämä kestävän sijoittamisen helpottamista koskeva asetusehdotus kytkeytyy lainsäädäntöpaketin toiseen asetusehdotukseen, joka koskee kestävyteen liittyviä tiedonantovelvollisuuksia. Tätä asetusehdotusta käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 4.5. Yhdessä asetusehdotusten tavoitteena on muun edellä lausutun ohella helpottaa sijoitustuotteiden ympäristövaikutusten arviointia ja vertailua, edistää yleisemmin rajat ylittäviä sijoituksia ja parantaa sisämarkkinoiden toimintaa.¹⁷⁷

Asetuksen soveltamisala on varsin kattava, sillä sitä sovelletaan sen 2 artiklan mukaan finanssimarkkinatoimijoihin, jotka tarjoavat rahoitustuotteita ympäristön kannalta kestävinä sijoituksina tai niiden kaltaisina sijoituksina. ”Tai niiden kaltaisina”-osan tarkoituksena on estää asetuksen soveltamisalan kiertäminen.¹⁷⁸ ”Finanssimarkkinatoimija” on määritelty edellä mainitun tietojenantamisasetuksen 2 artiklassa. Yksityisten toimijoiden lisäksi asetusta sovelletaan 1 artiklan mukaan myös jäsenvaltioihin ja unioniin silloin, kun ne toteuttavat toimenpiteitä, joissa markkinatoimijoille asetetaan ympäristön kannalta kestävinä markkinoituja rahoitustuotteita tai yritysjoukkovelkakirjalainoja koskevia vaatimuksia.

Asetusehdotuksen 2 artiklan mukaan ”ympäristön kannalta kestävällä sijoituksella” tarkoitetaan sijoitusta, jolla rahoitetaan yhtä tai useampaa taloudellista toimintaa, joita voidaan tämän asetuksen nojalla pitää ympäristön kannalta kestävinä. Asetuksen ydinsisältö ilmenee sen 3 artiklassa, jossa määritellään kriteerit ympäristön kannalta kestäväksi pidettävälle toiminnalle.¹⁷⁹ 3 artiklan mukaan määritettäessä sijoituksen ympäristökestävyyden astetta taloudellinen toiminta on ympäristön kannalta kestävä, jos toiminta täyttää kaikki seuraavat kriteerit: a) taloudellinen toiminta edistää merkittävästi yhtä tai useampaa 5 artiklassa asetettua ympäristötavoitetta 6-11 artiklan mukaisesti; b) taloudellinen toiminta ei aiheuta 12 artiklan mukaista huomattavaa haittaa 5 artiklassa asetetuille

¹⁷⁵ COM(2018) 353 final s. 3.

¹⁷⁶ Asetusehdotukseen sisältyy 17 artikla, jossa on ns. uudelleentarkastelulauseke. 17 artiklan 1 kohdan c alakohdan mukaan komissio arvioi kertomuksessaan, onko asianmukaista laajentaa asetuksen soveltamisalaa muihin kestävyystavoitteisiin, erityisesti yhteiskunnallisiin tavoitteisiin.

¹⁷⁷ COM(2018) 353 final s. 4 ja COM (2018) 354 final s. 5-6.

¹⁷⁸ COM(2018) 353 final s. 20.

¹⁷⁹ Sääntelyn systematiikasta on siis huomattava, että siinä määritellään ennen kaikkea kestävän taloudellisen toiminnan käsite. Asetusehdotuksessa ei sen sijaan anneta suoraa määritelmää kestäville sijoituskohteille. Määritelmän merkitys kestäville sijoituskohteille on siten välillinen; sijoituskohteet, jotka liittyvät kestäväan taloudelliseen toimintaan, ovat katsottavissa kestäviksi. Ks. myös SWD(2018) 264 final s. 72.

ympäristötavoitteille; c) taloudellinen toiminta toteutetaan 13 artiklassa säädettyjen vähimmäistason suojelutoimien mukaisesti; d) taloudellinen toiminta täyttää tekniset seulontakriteerit, jos komissio on määrittänyt sellaiset 6 artiklan 2 kohdan, 7 artiklan 2 kohdan, 8 artiklan 2 kohdan, 9 artiklan 2 kohdan, 10 artiklan 2 kohdan ja 11 artiklan 2 kohdan mukaisesti.

Asetuksen luokittelujärjestelmä toimii siten tavallaan kaksivaiheisesti. Ensinnäkin, jotta sijoituskohteen voisi katsoa olevan kestävä, tulee sen edistää merkittävästi ainakin yhtä asetuksessa määriteltä ympäristötavoitetta. Ympäristötavoitteet on määriteltä asetuksen 5 artiklassa. Asetuksen mukaisia ympäristötavoitteita ovat 1) ilmastonmuutokset hillintä, 2) ilmastonmuutokseen sopeutuminen, 3) vesivarojen ja merten tarjoamien luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojelu, 4) siirtyminen kiertotalouteen, jätteen synnyn ehkäisyyn ja kierrätykseen, 5) ympäristön pilaantumisen ehkäiseminen ja vähentäminen ja 6) terveiden ekosysteemien suojelu. Jokaista ympäristötavoitetta on erikseen täsmennetty asetuksen 6-11 artikloissa.

Toisessa vaiheessa täytyy määritellä se, mitä tarkoittaa ympäristötavoitteille aiheutettu huomattava haitta. Asetusehdotuksessa on edellytetty sitä, että kestäväksi katsottava taloudellinen toiminta ei pelkästään edistä jotain asetettua ympäristötavoitetta, vaan tämän lisäksi se ei myöskään saa haitata minkään muun ympäristötavoitteen toteutumista. Ympäristötavoitteille aiheutuvan huomattavan haitan käsite on määriteltä asetuksen 12 artiklassa. Kyse on siten eräänlaisesta kokonaisharkinnasta; sijoitustuotetta ei katsota kestäväksi, vaikka se edistäisikin jotain ympäristötavoitetta, jos se tosiasiallisesti aiheuttaa ympäristölle enemmän haittaa kuin hyötyä.¹⁸⁰ Vihreää sijoittamista koskevassa itsesääntelyssä, kuten GBP:ssä, on yleisesti vaadittu vain ensimmäisen kohdan toteutumista, mutta vaatimusta toiminnan muusta haitattomuudesta ei esiinny. Asetuksen ympäristötavoitteet ovat toisaalta luonteeltaan sellaisia, että ne tuskin voivat olla käytännössä useinkaan ristiriidassa keskenään.

Oma kysymyksensä on se, millä mitataan tietyn ympäristötavoitteen ”merkittävää” edistämistä. Kuinka esimerkiksi ilmastonmuutoksen hillintää edistetään merkittävästi? Asetusehdotuksessa ratkaisuna kysymykseen ovat ns. tekniset seulontakriteerit, joiden avulla määritetään se, minkälaisen taloudellisen toiminnan katsotaan merkittävästi edistävän kutakin 5 artiklan ympäristötavoitetta.¹⁸¹ Asetuksen 14 artiklassa on säädetty seulontakriteereihin sovellettavista vaatimuksista.

¹⁸⁰ COM(2018) 353 final s. 22.

¹⁸¹ Tällainen monivaiheinen lainsäädäntöprosessi, jossa ensimmäisessä vaiheessa laaditaan yleiset puitedirektiivit tai -asetukset, ja toisessa vaiheessa teknisluonteisemmat kriteerit, on muun EU:n finanssioikeudellisen lainvalmistelukäytännön mukainen. Kyse on ns. Lamfalussy-prosessista. Ks. Turtiainen 2018 s. 29-36.

Perinteisesti oikeudelliseen command and control-tyyppiseen sääntelyyn on liitetty joustamattomuus ja kykenemättömyys pysyä muuttuvien teknologisten ja taloudellisten muutosten perässä.¹⁸² Kestävää sijoittamista koskevissa asetusehdotuksissa on kuitenkin tunnistettu, että kestävyyyteen liittyvä tiede on jatkuvassa kehityksessä. Tieteen lisäksi myös yhteiskunnan, sijoittajien ja markkinoiden odotukset kestäviä sijoituskohteita kohtaan voivat muuttua ajan kanssa. Kestävää sijoittamista koskevan sääntelyn valmistelussa on korkean tason asiantuntijaryhmän raportista lähtien painotettu, että sääntely tulee laatia siten, että se on joustavaa¹⁸³ ja että se pysyy ajantasaisena.¹⁸⁴ Kestävän taloudellisen toiminnan määritelmän kohdalla tämä pyritään toteuttamaan mainittujen teknisten kriteerien avulla. Asetuksen 14 artiklan 1 kohdan e) alakohdan mukaan kriteerien on perustuttava luotettavaan tieteelliseen näyttöön. Asetuksen 14 artiklan 4 kohdan mukaan seulontakriteerejä tarkastellaan säännöllisesti uudelleen ja tarvittaessa muuttaa niitä tieteen ja teknologian kehityksen perusteella. Tällainen joustavuus kestävän taloudellisen toiminnan määrittelyssä onkin erittäin tärkeää. Kun kyse on tällaisista teknisistä kriteereistä, voi niiden sisältö muuttua teknologisten tai luonnontieteellisten tietojen muuttuessa. Kriteerit eivät voi toteuttaa tehtäviään ympäristötavoitteiden edistämisen mittaamisessa, jos ne eivät pysy ajantasaisina tieteen kanssa.

Täysin ongelmaton tällainen lainsäädäntötekniikka ei kuitenkaan ole, sillä se voi aiheuttaa ongelmia muiden lainsäädännölle asetettavien tavoitteiden kanssa. Lakien tulisi olla myös ennustettavia. Oikeusvarmuus voi kuitenkin heiketä, jos säännösten sisältö on jatkuvassa muutosliikkeessä. Jos teknisten kriteerien sisältö muuttuu jatkuvasti, liikkeeseenlaskijan voi olla vaikea ennakoida sitä, pysyykö vihreän joukkovelkakirjan kestävyysmääritelmä kriteerien mukaisena. Olennaista onkin se, millaisiksi teknisten kriteerien sisältö muodostuu ja miten niiden uudelleentarkistus käytännössä toteutetaan.

Asetusehdotusten keskeinen sisältö on tiivistettynä kehysasetuksen sivulla 14: ”jos rahastonhoitaja tarjoaa vihreäksi väittämänsä rahastoa, sen on osoitettava, miten ja missä määrin on käytetty ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevia kriteerejä, kun on määritetty sijoituksen ympäristökestävyys...”¹⁸⁵ Tällaisen tiedon perusteella sijoittaja voi tehdä informoituja sijoituspäätöksiä, jos hän haluaa sijoittaa varojaan sijoitustuotteen kestävyyyteen liittyvien kriteerien

¹⁸² Gunninham – Grabosky 1998 s. 44.

¹⁸³ Sääntelyteoriassa tällaiselle joustavuudelle, jolla tarkoitetaan lainsäädännön kykyä pysyä lainsäädännön ulkopuolisten muutosten tahdissa, on annettu määritelmä ulkoinen joustavuus. Lainsäädännön ulkopuolisia vaikutuksia voivat olla esimerkiksi teknologiset tai yhteiskunnalliset muutokset. Kysymys on siis siitä, sopeutuuko sääntely tavallaan automaattisesti tällaisiin muutoksiin, vai tarvitseeko sitä erikseen muuttaa olosuhteiden muuttuessa. Lainsäädännön uudistaminen on tunnetusti hidas, epävarma ja aikaa vievä prosessi, joten yleensä tavoiteltavana on pidetty mahdollisimman suurta ulkoista joustavuutta. Ks. Kanninen – Määttä 1999 s. 35.

¹⁸⁴ SWD(2018) 264 final s. 17 ja COM(2018) 353 final s. 7.

¹⁸⁵ COM(2018) 353 final s. 14.

perusteella. Kun määritelmä on sama koko EU:n sisämarkkina-alueella, myös rajat ylittävissä sijoituksissa sijoitustuotteiden vertailu helpottuu. Toisaalta on huomattava, että pelkkä määritelmän olemassaolo ei ole riittävää, vaan sitä on myös sovellettava ja sen käytöstä on tiedotettava sijoittajille, ja tällaisiin näkökulmiin keskittyikin toinen lainsäädäntöpaketin ehdotus tiedonantamisvelvollisuuksiin liittyen.

4.5. Tiedonantovelvollisuus

Finanssioikeudellisten tiedonantovelvollisuuksien taustalla keskeisenä tekijänä on informaation epäsymmetrisyys markkinatoimijoiden välillä. Sijoitustuotteen tai -palvelun tarjoajalla on paremmat tiedot sijoitukseen liittyvistä epävarmuuksista kuin potentiaalisella sijoittajalla. Tällaisia keskeisiä sijoitusinstrumenttiin liittyviä kysymyksiä ovat mm. tiedot sijoitustuotteen riskistä ja sijoituskohteen laadusta ja tulevaisuudennäkymistä. Tiedonantovelvollisuuksien tarkoituksena on tasapainottaa tätä tiedollista epäsuhtaa sijoitustuotteiden tarjoajien ja sijoittajien välillä.

Sääntelypaketin tiedonantovelvollisuuteen liittyvänä keskeisenä tavoitteena on ESG-tekijöiden laajempi sisällyttäminen sijoituspäätöksentekoon ja niistä tiedottaminen sijoittajille.¹⁸⁶ Kuten aikaisemmin jo todettiin, toisena kestäväään sijoittamiseen liittyvänä ongelmana on kuitenkin se, että keskeisillä finanssimarkkinatoimijoilla ei ole yksiselitteisiä kannustimia ottaa ESG-tekijöitä huomioon sijoitus- ja neuvonantoprosesseissa. Ongelman taustalla on komission mukaan kaksi päätekijää. Ensinnäkään EU:n lainsäädäntö ei ole tarpeeksi selkeä eikä johdonmukainen siinä, miten ESG-tekijöiden sisällyttäminen sijoituspäätöksiin suhtautuu muihin sijoittajia kohtaan kohdistuviin velvollisuuksiin.¹⁸⁷ EU:n lainsäädäntö ei sinänsä estä ESG-tekijöiden sisällyttämistä, mutta säännöt eivät ole keskenään johdonmukaisia, mikä on johtanut vaihtelevuuteen sääntöjen implementoinnissa. Toisaalta, vaikka suoranaista estettä ESG-tekijöiden huomioon ottamiselle ei asetetakaan, niiden sisällyttämistä ei myöskään yksiselitteisesti vaadita.¹⁸⁸

¹⁸⁶ COM(2018) 353 final s. 1 ja COM (2018) 354 final s. 1. Tältä osin on huomattava, että ESG-tekijöistä tiedottaminen ei liity vain kestäviin sijoituskohteisiin, vaan tavoitteena on ESG-tekijöiden huomioon ottaminen ja niiden merkityksen kasvu kaikessa finanssimarkkinatoiminnassa.

¹⁸⁷ Perusteluissa viitataan tältä osin tutkimukseen, jonka mukaan finanssilainsäädäntöä ei pidetä tarpeeksi selkeänä. Ks. SWD(2018) 264 final s. 21 alaviitteineen ja Euroopan komissio, ”Summary of the responses to the public consultation on Long-term and sustainable investment.”

¹⁸⁸ Sääntelyyn liittyvät ongelmat ovat jo johtaneet tietyntäsoiseen käytäntöjen pirstaloitumiseen. Komission yhteenvedon mukaan joissain jäsenvaltioissa on voimassa kansallisia säädöksiä siitä, miten ESG-tekijöistä tulee tiedottaa sijoittajille. Ongelmana on se, että eri maiden lainsäädännössä on suuria eroja. Osassa valtioissa ei ole minkäänlaisia säännöksiä tiedonantovelvollisuuksista liittyen vastuulliseen sijoittamiseen tai ESG-tekijöihin. Osassa valtioissa tällaisesta velvollisuudesta on säädetty, mutta se koskee vain osaa finanssimarkkinatoimijoista, tyypillisesti

Toinen päätekijä, joka liittyy ongelmiin ESG-tiedon mukanaololle sijoitusprosesseissa, on se, että institutionaalisille sijoittajille, varainhoitajille ja sijoitusneuvojille ei ole lakisääteisiä vaatimuksia ESG-tekijöihin liittyvistä tiedonantovelvollisuuksista.¹⁸⁹ Kun ESG-tietojen roolista sijoituspäätösten tekemisessä tai neuvonnassa ei tiedoteta, sijoittajat eivät voi tehdä sijoituspäätöksiään informoidusti. Asetusehdotuksen perusteluissa viitataan tehtyihin tutkimuksiin, joiden mukaan sijoitusten kestävyysarvioinnille ei ole tällä hetkellä riittävästi tietoa, ja olemassa olevan sääntelyn ei myöskään katsota pystyvän riittävästi korjaamaan tilannetta.¹⁹⁰

Tiedonantovelvollisuuteen liittyen voidaan kuitenkin kysyä, onko sääntelylle todella tarvetta. Voidaan esittää, että sääntelyn sijaan markkinoiden pitäisi itse antaa ratkaista sijoitusten kestävyysnäkökulmista tiedottaminen. Kestävyystietoisuuden kasvu sijoittajien keskuudessa pitäisi lisätä painetta sijoituspalvelujen tarjoajia kohtaan, niin että nämä alkaisivat ottaa kestävyysnäkökulmat huomioon sekä sijoitusprosesseissa että sijoitusneuvonnassa. Kestävyyttä painottavien sijoittajien pitäisi suosia sellaisia sijoituspalveluja tarjoavia tahoja, jotka sisällyttävät kestävyysnäkökulman sijoituspäätöksiinsä, ja siten nämä tahot saavat ns. mainehyötyä ja muuta markkinaetua.

Osittain tällaista kasvua onkin tapahtunut viime vuosina, mutta komission mukaan ongelmana on se, että kasvu on ollut melko hidasta. Jos ESG-tekijät huomioon ottavien toimijoiden kasvu jatkuu nykyisellään, kuluisi kymmenen vuotta, ennen kuin 75 prosenttia sijoitusalaan ottaisi sijoituspäätöksissään huomioon kestävyysnäkökulmat.¹⁹¹ Lisäksi ongelmana olisi joka tapauksessa kansallisen sääntelyn kasvu ja sääntelyn pirstaloituminen EU:n sisällä, mikä johtaisi sijoittajien kannalta heikompaan vertailevuuteen ja läpinäkyvyyteen sekä korkeisiin etsintäkustannuksiin. Koska nämä ongelmat heijastuvat kestäviin sijoitustuotteisiin ja niiden kasvuun, voisivat nämä tekijät yhdessä merkittävästi vaikeuttaa esimerkiksi Agenda 2030-tavoitteiden saavuttamista. Yhtenä tekijänä lainsäädäntöpaketin taustalla onkin siis kiire tavoitteiden saavuttamisessa; yksityisen rahoitussektorin toivotaan siirtyvän kohti kestävyyttä korostavaa järjestelmää mahdollisimman nopeasti.

Tiedonantovelvollisuudesta on myös säädetty edellä käsitellyn kestävä sijoittamista helpottavan kehysasetusehdotuksen 4 artiklan 2 kohdassa, jonka mukaan finanssimarkkinatoimijoiden, jotka

eläkerahastoja. Kolmannessa ryhmässä valtioita tiedonantovelvollisuus on asetettu kaikille relevanteille finanssimarkkinatoimijoille, mutta näissäkin itse tiedonantovelvollisuuden sisältö vaihtelee. Johdonmukaisuuden puute tiedonantovelvollisuuteen liittyen on siis monikerroksinen. Ks. SWD(2018) 264 final s. 24-25.

¹⁸⁹ SWD(2018) 264 final s. 24-25. Näiden kahden päätekijän lisäksi on tunnistettu myös muita mahdollisia syitä ESG-tekijöiden laiminlyönnille sijoitusprosesseissa. Näitä ovat 1) vaihtelu sijoittajien ESG-preferensseissä, 2) luotettavan ja vertailukelpoisen ESG-tiedon puute, 3) datan ja työkalujen puute ESG-riskien analysoinnissa, ja 4) vaikutus kuluihin ja riskisäädettävyyteen suorituskäytännön. Ks. SWD(2018) 264 final liite 6.

¹⁹⁰ Ks. SWD(2018) 264 final s. 24 ja Isberg ym. 2010.

¹⁹¹ SWD(2018) 264 final s. 28.

tarjoavat rahoitustuotteita ympäristön kannalta kestävin sijoituksina tai niiden kaltaisina sijoituksina, on annettava tiedot siitä, miten ja missä määrin asetuksen 3 artiklassa säädettyjä, ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevia kriteerejä käytetään sijoituksen ympäristökestävyyden määrittämiseen. Tätä velvollisuutta on tarkoitus täsmentää myöhemmin laadittavilla delegoiduilla säädöksillä.¹⁹²

Lainsäädäntöpaketin toinen asetusehdotus kestäviin sijoituksiin ja kestävyysriskeihin liittyvien tietojen antamisesta sääntelee laajemmin ESG-tekijöihin liittyvistä tiedonannosta. Asetuksessa säädetään tarkemmin siitä, miten kestävyys¹⁹³ liittyvistä tekijöistä tulee tiedottaa sijoittajille. Asetuksen 3 artiklan mukaan finanssimarkkinatoimijoiden on verkkosivuillaan julkaistava toimintaperiaatteet, joita sovelletaan kestävyysriskien sisällyttämiseen sijoituksia koskevaan päätöksentekoon. Asetuksen 4 artiklassa säädetään siitä, miten finanssimarkkinatoimijoiden on tiedotettava kestävyysriskien huomioon ottamisesta sijoitustuotteessa. Asetuksen 3 ja 4 artiklat koskevat siis kaikkia sijoitustuotteita; niitäkin, joita ei erityisesti markkinoida kestävinä sijoitustuotteina. Tarkoituksena on yleisesti finanssimarkkinoita koskien, että ESG-tekijät sisällytetään markkinatoimijoiden sisäisiin menettelyihin ja asiakkaille annetaan niistä tietoa.¹⁹⁴

Edellä mainitun lisäksi asetukseen sisältyy myös erityissäännöksiä kestäviä sijoitustuotteita koskien. Tavoitteena on avoimuuden lisääminen sen suhteen, miten sijoitustuotteen kestävyys¹⁹³ liittyvät tavoitteet pyritään saavuttamaan. Mikäli tavoitteiden saavuttamista seurataan jonkin indeksin avulla, sijoitustuotteen tarjoajan on annettava kuvaus tästä indeksistä (5 artikla). Jos tällaista indeksiä ei käytetä, on sijoitustuotteen tarjoajan muuten tiedotettava siitä, miten kestävyystavoitteet saavutetaan. Tavoitteisiin liittyvien tiedonantovelvollisuuksien sisältöä täsmennetään asetuksen tultua voimaan, sillä erityinen yhteiskomitea laatii tekniset sääntelystandardit, joilla tietojen esitysmuoto ja sisältö tarkennetaan (5 artikla 6 kohta).

Tavoitteiden mittaamisen lisäksi finanssimarkkinatoimijoiden on julkaistava ja pidettävä yllä tietoja muista sijoituskohteen kestävyys¹⁹³ kannalta tärkeistä ominaisuuksista. Asetuksen 6 artiklan mukaan itse kestävyystavoite on kuvailtava, ja sijoituskohteen vaikutusten arvioimisessa, mittaamisessa ja

¹⁹² COM(2018) 353 final 4 artikla 3 kohta. Ks. myös SWD(2018) 264 final s. 72-73.

¹⁹³ Asetusehdotuksen 2 artiklan 1 kohdan o) alakohdan mukaan kestävillä sijoituskohteilla tarkoitetaan ympäristötavoitteita tai yhteiskunnallisia tavoitteita edistäviä sijoituksia tai sijoituksia yrityksiin, jotka noudattavat hyviä hallintotapoja. Tiedonantovelvollisuutta koskevan asetusehdotuksen soveltamisala on siten laajempi kuin kestävä sijoittamista helpottavan kehysasetuksen, joka keskittyy vain ympäristönäkökulmiin.

¹⁹⁴ COM (2018) 354 final s. 1.

seuraamisessa käytettävien menetelmien tiedot on julkaistava.¹⁹⁵ Myös näiltä osin edellä mainittu yhteiskomitea laatii tekniset sääntelystandardit, joilla tiedonantovelvollisuutta täsmennetään.

Lisäksi sijoitustuotteen vuosikertomuksissa tai muissa määräaikaikaiskatsauksissa on tiedotettava rahoitustuotteen kestävästä kokonaisvaikutuksesta asianmukaisilla kestävyysindikaattoreilla ilmaistuna. Kestävyysindikaattoreista ei ole asetuksessa tarkempaa sääntelyä, mutta tässäkin kohtaa yhteiskomitealle annetaan valta laatia teknisiä sääntelystandardeja, joilla artiklan tarkempi sisältö täsmennetään.

Jos asetusehdotuksen tiedonantovelvollisuuksia verrataan käsiteltyihin itsesääntelynormistoihin, havaitaan heti, että tiedonantoa säännellään paljon tarkemmin kuin GBP:ssä, joka sisältää selvästi lyhyemmät ja yleispiirteisemmät ohjeet kestävyystekijöistä tiedottamiseen. Myös CBS:iin verrattuna tiedonantovelvollisuuksista säädetään paljon tarkemmin. Yhtäläisyyksiä löytyy siinä, mistä asioista tietoja on annettava¹⁹⁶, mutta asetusehdotuksessa säännellään yksityiskohtaisemmin erityisesti siitä, *miten* tiedonanto tulee toteuttaa. Tältä osin keskeinen asetusehdotuksella toteutettava muutos liittyykin siihen, että sillä yhtenäistetään esitysmuodot ja -menetelmät, joilla kestävyystekijöistä tiedotetaan.

Kokonaisuudessaan asetusehdotus täydentää finanssioikeudellista tiedonantovelvollisuuteen liittyvää sääntelykenttää, ja selventää oikeustilaa juuri kestävyteen liittyvistä tiedonantovelvollisuuksista. Tavoitteena on ennen kaikkea läpinäkyvyyden ja avoimuuden lisääminen sijoitusprosesseihin, jotta voidaan parantaa sijoittajien luottamusta kestävästä sijoitustoimintaa kohtaan ja siten parantaa sisämarkkinoiden toimintaa.¹⁹⁷

¹⁹⁵ Asetusehdotuksen 6 artiklan mukaan menetelmien kuvaus voi sisältää ainakin tietolähteet, perustana olevien omaisuusserien seulontakriteerit ja asianmukaiset kestävyysindikaattorit, joita käytetään rahoitustuotteen kestävästä kokonaisvaikutuksen mittaamiseen.

¹⁹⁶ Tiedonantovelvollisuuksien sisällöissä ei keskeisimmiltä osin ole suuria eroja. GBP:ssä, CBS:ssä ja EU:n asetusehdotuksessa on kaikissa annettava kuvaus sijoituskohteista tai sijoituksen tavoitteista. Lisäksi on annettava tiedot arvioiduista vaikutuksista ja menetelmistä, joiden avulla sijoitusten vaikutuksia arvioidaan. EU:n tiedonantoa koskevassa asetusehdotuksessa on tosin sisällönkin puolesta myös yksityiskohtaisempia säännöksiä liittyen mm. käytettäviin indekseihin.

¹⁹⁷ Toisaalta markkinoiden luottamuksen parantamista sääntelyn tavoitteena on myös kritisoitu finanssioikeudellisten tiedonantovelvollisuuksien yhteydessä. Easterbrookin ja Fischelin (1984, s. 692-693) näkemyksen mukaan tiedonantovelvollisuuksilla ei ole näytetty olevan markkinoiden luottamuksen kannalta suurempaa vaikutusta kuin pelkällä petoksen kieltävällä lainsäädännöllä. Kirjoittajien mukaan sääntelyn oikeuttamiseksi ei ole riittävää näyttöä markkinoiden luottamuksen ja tiedonantovelvollisuuksien välisestä yhteydestä, varsinkaan kun otetaan huomioon velvoitteista aiheutuvat kustannukset finanssimarkkinatoimijoille.

4.6 Vähähiilisyyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvot

Kestävää sijoittamista koskevan lainsäädäntöpaketin kolmas asetusehdotus koskee kriittisiä vertailuarvoja koskevien pakollisten tietojen muuttamista. Asetusehdotuksella muutettaisiin asetusta rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvoina tai sijoitusrahastojen arvonkehityksen mittaamisessa käytettävistä indekseistä ja direktiivien 2008/48/EY ja 2014/17/EU sekä asetuksen (EU) N:o 596/2014 muuttamisesta (2016/1011). Kyseisen asetuksen 1 artiklan mukaan siinä säädetään yhteisestä kehyksestä, jolla varmistetaan rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvoina käytettävien tai sijoitusrahastojen arvonkehityksen mittaamiseen käytettävien indeksien tarkkuus ja koskemattomuus unionissa. Vertailuarvoilla on maailmanlaajuisesti tärkeä merkitys finanssituotteiden suorituskyvyn mittaamisessa, ja sijoittavat yleisesti luottavat niiden käyttöön sijoitustuotteiden valinnassa.¹⁹⁸

Asetusehdotuksella lisättäisiin ”vähähiilisyyden” ja ”positiivisen hiilivaikutuksen” vertailuarvojen määritelmät edellä mainittuun asetukseen. Lisäksi asetusehdotuksessa täsmennetään näihin vertailuarvoihin liittyviä tiedonantovelvollisuuksia. Vähähiilisyyden osalta indeksisalkun tavoitteena tulee olla pienemmät hiilipäästöt ns. emoindeksiin verrattuna. Positiivisen hiilivaikutuksen kohdalla omaisuuserien päästövähennyksien on oltava suurempia kuin niiden hiilijalanjälki.¹⁹⁹ Näiden vertailuarvojen avulla sijoittajat voivat niin halutessaan vertailla eri sijoitustuotteiden hiilijalanjälkeä ja tehdä sijoituspäätöksiään vertailuarvojen perusteella. Korkean tason asiantuntijaryhmän raportin mukaan ESG-tekijät huomioon ottavilla vertailuarvoilla on merkittävä asema kestävään rahoitusjärjestelmään siirryttäessä, johtuen vertailuarvojen käyttäytymistä ohjaavasta vaikutuksesta.²⁰⁰

Vertailuarvojenkin kohdalla nykyisessä sääntelemättömässä tilanteessa ongelmana on komission mukaan erilaisten vertailuarvostandardien monimuotoisuus ja vertailukelvottomuus.²⁰¹ Osa vertailuarvoista tyytyy yleisesti hiilijalanjäljen vähentämiseen, osa tähtää taas Pariisin ilmastopimuksen tavoitteiden saavuttamiseen, mutta kaikki vertailuarvostandardit ovat silti saman käsitteen alla. Tästä johtuen markkinoille ei ole syntynyt minimistandardeja tai yhdenmukaista nimeämiskäytäntöä, joten sijoittajilla ja varainhoitajilla ei ole riittävästi työkaluja arvioimaan ja vertailemaan erilaisia vähähiilidioksidisia sijoitusstrategioita. Tästä johtuen vertailuarvojen

¹⁹⁸ HLEG 2018 s. 53. Raportin mukaan yleisesti käytössä olevat vertailuarvot eivät ota riittävästi huomioon kestävyys- ja ilmastoon liittyviä tekijöitä, vaan sen sijaan ne myötävaikuttavat edellä mainittuun lyhytjänteiseen sijoituskäyttäytymiseen.

¹⁹⁹ COM(2018) 355 final 1 artikla ja johdanto-osan 13 kohta.

²⁰⁰ HLEG 2018 s. 53-55.

²⁰¹ SWD(2018) 264 final s. 23.

käyttömahdollisuudet sijoitustuotteiden arvioinnissa ja sijoituspäätöksen tukena heikkenevät, mikä lisää osaltaan viherpesun vaaraa.²⁰²

Monet vertailuarvoja koskevan asetusehdotuksen taustalla olevista ongelmista on samankaltaisia kuin kahden edellisenkin lainsäädäntöpaketin asetusehdotuksen. Pääasiassa taustalla ovat samat tekijät, markkinoiden pirstaloituneisuus ja menetelmien vertailukelvottomuus, jos sääntelyä ei unionin tasolla yhtenäistetä. Erityisesti vertailuarvoihin liittyvä ongelma on se, että ne eivät ole täysin luotettavia eivätkä ne sovi sijoittajille, jotka haluavat sellaisen vähähiilidioksidisen strategian, joka rajoittaa ilmaston lämpenemisen 2 celsiusasteeseen.

4.7. Sääntelyteoreettinen arviointi ja sääntelystandardit

Edellä on käsitelty EU:n kestävää sijoittamista koskevan lainsäädäntöpakettia erityisesti kahdesta näkökulmasta: mitä ongelmia sääntelyllä pyritään korjaamaan, ja miten se käytännössä aiotaan toteuttaa. Kuten aikaisemmin on esitetty, sääntelyllä pyritään korjaamaan informaation epätäydellisyyteen liittyviä markkinahäiriötä. Mutta onko suunniteltu sääntely tästä huolimatta tarkoituksenmukaista? Kysymykseen voidaan vastata normatiivisen sääntelyteorian näkökulmasta arvioimalla sääntelyä sääntelystandardien avulla. Seuraavissa osioissa tarkastelen sääntelyä sen vaikuttavuuden ja kustannustehokkuuden²⁰³ näkökulmasta.²⁰⁴

Sääntelyn vaikuttavuudessa on kyse siitä, millaisia tarkoitettuja tai tarkoittamattomia vaikutuksia sääntelyllä on. Kustannustehokkuuden arvioimisessa keskitytään taas siihen, miten tavoitteet pyritään saavuttamaan, toisin sanoen saavutetaanko tavoitteet ilman ylimääräisiä kustannuksia. Kustannustehokkuus ja vaikuttavuus ovat siten yhteydessä toisiinsa, sillä pelkillä sääntelystä aiheutuvilla alhaisilla kustannuksilla ei ole merkitystä, jos sääntelyllä ei kuitenkaan saada aikaan haluttuja tuloksia. Pelkät alhaiset kustannukset eivät siten ole itseisarvo, vaan tavoitteiden asettamista ja saavuttamista tulee myös seurata.

²⁰² Toimivilla vertailuarvoilla sen sijaan on käyttöä viherpesun torjunnassa, ks. COM(2018) 355 final s. 3.

²⁰³ Kustannustehokkuuden arvioinnissa pyrin tuomaan esille yleisiä linjoja, jotka vaikuttavat sääntelyn kustannustehokkuuteen joko positiivisesti tai negatiivisesti. Täydellinen kustannustehokkuusarviointi edellyttäisi tarkastelua sääntelyn voimaantulon jälkeen, kun voidaan käyttää empiirisiä tutkimusmenetelmiä, ja näihin yleisesti ottaen taloustieteilijöillä on paremman valmiudet. Tästä huolimatta kustannustehokkuuden arvioinnilla on paikkansa myös oikeustieteellisessä tutkimuksessa, johtuen kustannusten merkittävästä asemasta lainvalmistelussa ja lakien arvioinnissa. Ks. Similä 2002 s. 189.

²⁰⁴ Mm. OECD on pitänyt juuri vaikuttavuutta ja tehokkuutta keskeisinä kriteereinä lainsäädännön arvioimiselle. Ks. esim. OECD 2010 s. 8.

Sekä vaikuttavuutta että tehokkuutta on käsitelty laajalti myös lainsäädäntöpaketin tausta-aineistossa, erityisessä vaikuttavuusraportissa. Komission vaikuttavuusraportti onkin keskeinen lähde vaikuttavuuden ja tehokkuuden arvioinnissa, ja sen lisäksi lähteenä on oikeustieteellinen kirjallisuus.

4.7.1 Vaikuttavuus

Sääntelyn vaikuttavuus on ollut pitkään yksi keskeisimmistä sääntelyteoreettisista kysymyksenasetteluista. Vaikuttavuudessa on kyse siis siitä, voidaanko sääntelyllä saavuttaa sille asetetut tavoitteet. Vaikuttavuutta on mahdollista lähestyä eri näkökulmista, ja tässä tutkimuksessa lähestymistapana on ns. lakitekniinen toimivuusarviointi, jossa pyritään tunnistamaan tekijöitä, jotka vaikuttavat lainsäädännön mahdollisuuksiin saavuttaa tavoitteensa.²⁰⁵ Seuraavassa tarkastelussa korostuu erityisesti kaksi teemaa, joiden avulla arvioin vaikuttavuutta: sääntelyn noudattaminen ja tavoitteiden saavuttaminen oikeusturvanäkökulmasta.

Lainsäädännön vaikuttavuutta arvioitaessa keskiössä on tavoitellut vaikutukset. Sääntelyn vaikuttavuuden seuranta ja samalla tarkoituksenmukaisuuden arvioiminen on vaikeaa tai mahdotonta, jos sääntelyä ei ole edeltänyt huolella suoritettu tavoitteiden asettaminen.²⁰⁶ Kestävää sijoittamista koskevien asetusehdotusten tavoitteita on jo käsitelty aikaisemmin luvussa 4.3.2. Kuten on todettu, EU on asettanut tavoitteeksi vihreän sijoittamisen kasvun unionin sisämarkkinoilla. Tarkemmin asetusehdotusten erityisinä tavoitteina ovat finanssimarkkinatoimijoiden ESG-tekijöistä tiedottamiseen liittyvien velvollisuuksien ja kestävän taloudellisen toiminnan määritelmän selkeyttäminen. Tavoitteet eivät kuitenkaan ole itseisarvoja, vaan niillä pyritään lisäämään sijoittajien luottamusta vihreisiin joukkovelkakirjoihin sijoitusinstrumenttina. Keskeisenä tarkoituksena on siten sijoittajan oikeusturvasta huolehtiminen.²⁰⁷

Jos vihreitä joukkovelkakirjoja tarkastellaan sijoittajan oikeusturvan kannalta, keskeisenä ongelmana ns. alkutilassa oli se, ettei ”vihreydellä” ollut tarkempaa yleistä määritelmää. Periaatteessa liikkeellelaskija on tässä tilanteessa itse voinut määritellä, markkinoiko se liikkeelle laskemaansa velkakirjaa ympäristöystävällisenä. Tällainen menettely ei tarjoa sijoittajalle juurikaan takeita siitä, että velkakirja tosiasiallisesti tai objektiivisesti arvioiden edistää esimerkiksi ympäristöystävällisiä tai ilmastoon liittyviä tarkoituksia, ja se lisää siten viherpesun riskiä.

²⁰⁵ Pölönen 2012 s. 72.

²⁰⁶ Relevantit tavoitteet pitäisi ensinnäkin tunnistaa ja toiseksi ne pitäisi muotoilla riittävän tarkasti. Huolellista tavoitteiden asettamista on pidetty tehokkaan lainsäädännön edellytyksenä. Ks. Gunningham – Grabosky 1998 s. 380-381.

²⁰⁷ Ks. esim. COM (2018) 354 final s. 16. COM(2018) 353 final s. 18.

Tilanteessa, jota EU pyrkii lainsäädännöllään muuttamaan, ongelmaksi onkin muodostunut se, että tällaisia sijoittamisen yhteydessä käytettäviä vihreyden tai ympäristöystävällisyyden määritelmiä onkin tullut useita, ja ne ovat keskenään jossain määrin erisisältöisiä ja mahdollisesti myös ristiriitaisia. Tämäkin on omiaan aiheuttamaan epä tietoisuutta kestävä n sijoittamisen määritelmästä loppusijoittajien keskuudessa. Lisäksi ongelmana on se, että itsesääntelylähteissä esitetyt määritelmät ovat lähinnä suosituksenluonteisia, eikä niillä ole laajempaa sitovuutta.

Sijoittajien, erityisesti vähittäissijoittajien, oikeusturvasta huolehtimisella on vahvat perusteet. Korkean tason asiantuntijaraportin mukaan kotitalouksien säästöt muodostavat noin 40 prosenttia rahoitusvaroista Euroopan unionin sisällä.²⁰⁸ Monella vähittäissijoittajalla ei kuitenkaan ole mahdollisuuksia tehdä sijoituspäätöksiään kestävyystekijöiden perusteella, vaikka kiinnostus tällaiseen kestävä n sijoittamiseen on kasvanut voimakkaasti.²⁰⁹ Vihreissä joukkovelkakirjoissa olisikin paljon käyttämätöntä potentiaalia ja kasvuvaraa, jos kasvun esteitä pystytään poistamaan.²¹⁰

Sijoittajien luottamuksen turvaaminen on siten ensisijaisen tärkeää vihreiden joukkovelkakirjojen markkinan toimimiselle. Vihreiden joukkovelkakirjojen tärkein ominaispiirre on luonnollisesti se, että niillä on sijoituskohteen valinnan kautta ympäristöä tai ilmastoa parantavia vaikutuksia. Mikäli sijoittajat eivät usko, että vihreillä velkakirjoilla on tosiasiallisesti tällaisia vaikutuksia, voidaan olettaa, että he valitsevat muita, tavanomaisia sijoituskohteita niiden sijaan. Tämä on epätoivottavaa erityisesti ympäristötavoitteiden kannalta, koska niiden saavuttaminen vaikeutuu merkittävästi mahdollisen rahoituspuutteen vuoksi.

Sijoittajien luottamuksen turvaamisessa keskeisessä asemassa ovat finanssioikeudelliset tiedonantovelvollisuudet, joiden tarkoituksena on huolehtia siitä, että arvopaperimarkkinoilla on riittävästi laadukasta tietoa sijoituspäätösten tueksi.²¹¹ Tiedonantovelvollisuuksien yhtenä tarkoituksena on estää heikompiteasoisten sijoitustuotteiden markkinointi laadukkaampina kuin ne ovatkaan, ja siten estää harhaanjohtavasta markkinoinnista aiheutuvaa hyötyä. Vihreiden joukkovelkakirjojen kohdalla kyse on erityisesti siitä, että ympäristöystävällisyyteen ja ilmastomuutoksen torjumiseen liitetystä mainehyödystä ei päästä hyötymään väärin perustein. Viherpesun torjunnalla edistetään siten velkakirjamarkkinoiden toimimisen lisäksi välillisesti myös ympäristöön liittyviä tavoitteita.²¹²

²⁰⁸ HLEG 2018 s. 27.

²⁰⁹ Ks. esim. Eurosif 2018.

²¹⁰ OECD 2017 s. 52.

²¹¹ Häyrynen – Kajala 2013 s. 1 ja Knuts 2014 s. 795.

²¹² COM(2018) 353 final s. 10.

Sijoittajan oikeusturvasta voidaan pitää huolta monilla eri tavoilla, ja ne voidaan jakaa etu- ja jälkikäteisiin keinoihin. Etukäteisten keinojen vaikutus on luonteeltaan preventiivinen; niillä pyritään estämään väärinkäytösten ja oikeudenloukkausten tapahtuminen. Tällaisia ovat esimerkiksi edellä käsitellyt joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan säännölliset tiedonantovelvollisuudet ja esitteelaatimisvelvollisuus. Riittävä raportointi ja sijoitustuotteiden läpinäkyvyys mahdollistavat sen, että sijoittajat voivat tehdä informoituja sijoituspäätöksiä, mitä pidetään tehokkaiden markkinoiden edellytyksenä.²¹³

Tällaiset etukäteen vaikuttavat velvoitteet eivät ole kuitenkaan yksinään riittäviä. Näiden keinojen preventiivisestä vaikutuksesta huolimatta väärinkäytöksiä joskus tapahtuu, jolloin tarvitaan jälkikäteisiä oikeussuojakeinoja, joiden avulla se, jonka oikeusasemaa on loukattu, voi toteuttaa lakisäateisiä oikeuksiaan. Sijoittajan oikeussuojakeinojen merkitys onkin ennen kaikkea sijoittajan perusteltujen odotusten suojaaminen.²¹⁴ Seuraavaksi käsitellään sijoittajan oikeusturvaa siinä tilanteessa, että sijoitustuotteen kohdalla on esiintynyt viherpesua, eli sijoitustuote ei ole markkinoinnista huolimatta edistänyt ympäristön kannalta kestävää toimintaa.

Sijoittajan oikeusturvan ja jälkikäteisen valvonnan kannalta voi olla jossain määrin ongelmallista, että kestävä sijoittamista koskevissa asetusehdotuksissa ei säädetä tarkemmin kestävyystekijöihin liittyvästä valvonnasta tai erityisistä oikeussuojakeinoista sijoittajille väärinkäytöksiä varten. Unionin kestävä sijoittamista koskevassa lainsäädäntöpaketissa on keskitytty enemmän tekijöihin, jotka vaikuttavat ennen sijoittajan sijoituspäätöksen tekemistä. Näihin sisältyvät kestävan taloudellisen toiminnan määritelmä ja kestävyys liittyvät tiedonantovelvollisuudet. Sen sijaan vähemmälle painoarvolle on jäänyt jälkikäteinen oikeusturva ja se, mitä seurauksia on sillä, jos näitä säännöksiä rikkoo.

Sijoittajan oikeusturva voi toki toteutua muiden finanssioikeudellisten oikeussuojakeinojen kautta. Asetusehdotukset ovat merkityksellisiä sijoittajan oikeusturvan kannalta erityisesti siksi, että kestävan sijoittamisen määritelmä ja siihen liittyvät liikkeeseenlaskijan velvollisuudet ovat entistä selkeämmin säänneltyjä. On siis helpommin osoitettavissa, jos väärinkäytöksiä tapahtunut, kun kestävä sijoittamista koskevat säännöt ovat selkeämpiä. Aikaisemminkin olisi voinut olla

²¹³ Easterbrook – Fischel 1984 s. 673.

²¹⁴ Knuts 2014 s. 843.

mahdollista, että sijoittaja olisi saanut oikeusturvaa yleisten arvopaperimarkkinasäädösten²¹⁵ kautta, mutta tässä olisi ollut enemmän tulkinnanvaraa ja epävarmuutta.

Käytännössä sijoittajan oikeusturvasta voidaan huolehtia ja huolehditaan laajalla valikoimalla erilaisia oikeussuojakeinoja ja seuraamuksia. Käytössä oleviin oikeusturvan takeisiin kuuluvat erilaiset hallinnolliset seuraamukset, vahingonkorvaus ja rikosoikeudelliset seuraamukset. Myös erilaisin sopimusoikeudellisin keinoin voidaan pyrkiä turvaamaan sijoittajan asemaa. Hallinnollisia seuraamuksia ovat mm. erilaiset rike- ja seuraamusmaksut sekä valvontaviranomaisen antamat varoitukset.²¹⁶

Rikosoikeudellisiin seuraamuksiin kuuluvat eri arvopaperimarkkinarikokset. Esimerkiksi Suomen rikoslain (19.12.1889/39) 51 luvun mukaan rangaistavaksi on säädetty sisäpiiritiedon väärinkäyttö, markkinoiden manipulointi ja arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos. Erityisesti viimeksi mainittu voinee tulla sovellettavaksi vihreiden joukkovelkakirjojen kohdalla totuudenvastaisuuden tai harhaanjohtavuuden koskiessa vihreyden tai ympäristöystävällisyyden määritelmää, mutta tiettävästi tällaisia tapauksia ei ole Suomessa esiintynyt. Lisäksi rikosoikeudellisten seuraamusten kynnystä on muutenkin pidetty korkeana arvopaperimarkkinaoikeudessa.²¹⁷

Kolmantena mahdollisena oikeussuojakeinona on arvopaperimarkkinaoikeudellinen vahingonkorvausvelvollisuus. Vahingonkorvaus kuitenkin edellyttää, että vahingonkärsijä pystyy osoittamaan aiheutuneen vahingon määrän. Sijoittajan käytössä olevien oikeussuojakeinojen kannalta vihreissä joukkovelkakirjoissa on se erityispiirre, että taloudelliset intressit eivät välttämättä ole ensisijainen kanneperuste tai, laajemmin, oikeusturvan tarpeen syy. Vihreyttä tai ympäristöystävällisyyttä koskeva harhaanjohtava markkinointi ei välttämättä aiheuta taloudellisia tappioita, vaikka selvästikin jonkinlainen väärinkäytös on tapahtunut. Kysymys on siis siitä, voiko tällainen muu kuin taloudellinen väite menestyä tuomioistuimessa. Erityisesti vahingonkorvauskanteen kannalta ongelmaksi voi muodostua se, että sinänsä harhaanjohtavasta markkinoinnista ei välttämättä aiheudu taloudellista vahinkoa, tai aiheutuneenkin taloudellisen vahingon määrä voi olla vaikeasti todennettavissa.²¹⁸

Kestävää sijoittamista koskeva sääntelypaketti ei tarjoa uusia mekanismeja, joilla harhaanjohtavaa tai totuudenvastaista markkinointia harjoittavaa sijoituspalveluntarjoajaa voitaisiin rangaista. Sen sijaan

²¹⁵ Esimerkiksi Suomen lainsäädännössä arvopaperimarkkinalaissa ja sijoituspalvelulaissa on säännöksiä sijoituspalveluyritysten vastuista ja vahingonkorvausvelvollisuuksista. Ks. esim. Turtiainen 2018 ja Knuts – Parkkonen 2014.

²¹⁶ Ks. esim. AML 15 luku ja FivaL 39 §.

²¹⁷ Knuts 2014 s. 844.

²¹⁸ Breen – Campbell 2017 s. 20 ja Talbot 2017 s. 137.

tässä suhteessa joudutaan turvautumaan aikaisemminkin käytössä olleisiin, yleisesti arvopaperimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Jälkikäteisten oikeussuojakeinojen soveltuvuutta vihreisiin joukkovelkakirjoihin on ylipäättään haastavaa arvioida, koska tällaisia oikeustapauksia ei ole juurikaan ilmennyt. Siitä, johtuuko tämä esimerkiksi kestävän sijoittamisen ilmiön uutuudesta, siitä, että väärinkäytöksiä ei yksinkertaisesti ole ilmennyt, vai siitä, että väärinkäytöstilanteissa kanteen menestymismahdollisuudet on arvioitu liian heikoiksi, on vaikea sanoa mitään. Joka tapauksessa, kun viherpesun estäminen on yksi lainsäädäntöpaketin keskeisimpiä tavoitteita, on erikoista, että oikeusturvamekanismeihin ei ole kiinnitetty enempää huomiota.²¹⁹

Voidaan myös esittää, että väärinkäytösten tullessa ilmi sijoittaja voi myydä joukkovelkakirjan eteenpäin, ja siten välttää velkakirjan harhaanjohtavuuteen liittyvä problematisointi. Ongelmaksi voi kuitenkin muodostua joukkovelkakirjojen jälkimarkkinoiden koko. Suomessa Finanssivalvonta on todennut, että joukkovelkakirjojen jälkimarkkinoiden pienuudesta johtuen käytännössä ainoa vaihtoehto usein on myydä velkakirja takaisin liikkeeseenlaskijalle.²²⁰ Euroopan tasolla ongelma ei välttämättä ole yhtä merkittävä, mutta sijoittajien luottamuksen lisäämiseksi tällaista ratkaisuvaihtoehtoa ei voida katsoa riittäväksi.

Yhteenvedona sijoittajan oikeusturvan kannalta voidaan todeta, että oikeustila voi jäädä jossain määrin tulkinnanvaraiseksi lainsäädäntöpaketin säätämisen jälkeenkin. Erityisesti vahingonkorvausvelvollisuuden käyttökelpoisuuteen liittyy paljon epävarmuutta. Selkein ratkaisu olisi säätää tarkat säädökset liittyen sijoituspalveluntarjoajan vastuisiin juuri kestävyyteen liittyen. Nähtäväksi jää, miten hyvin ehdotetut säädökset riittävät turvaamaan sijoittajien luottamuksen. Koska mahdollisista viherpesutapauksista kärsivät sijoittajien vähentyneen luottamuksen myötä myös vastuullisesti toimivat sijoituspalveluntarjoajat, on myös heidän intressissään, että toimivista valvonta- ja oikeusturvamekanismeista huolehditaan.

Toinen näkökulma sääntelyn vaikuttavuuteen liittyy sen noudattamiseen. Jotta sääntely voi olla vaikuttavaa, sen kohdetahojen on noudatettava sitä. Sääntelyn noudattamista voidaan edistää monin tavoin; oikeuskirjallisuudessa esitettyjä keinoja ovat mm. läpinäkyvyyden lisääminen ja sidosryhmien kuuleminen lainvalmisteluprosessissa, valvonta- ja rangaistusmekanismit ja sääntelyn

²¹⁹ Erityisesti yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa on vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyen korostettu tehokkaiden sanktiomekanismien merkitystä, ja ehdotettu niitä keskeiseksi osaksi mahdollisia lainsäädännöllisiä muutoksia. Ks. Wang 2018 s. 470 ja Trompeter 2017 s. 5. Trompeter ehdottaa ryhmäkannetta sijoittajien oikeussuojakeinoksi.

²²⁰ <https://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Pages/Default.aspx>.

selkeys ja johdonmukaisuus.²²¹ Seuraavassa tarkastelussa kiinnitetään huomiota siihen, millaisia sääntelyn noudattamista edistäviä tekijöitä kestävä sijoittamista koskevaan sääntelypakettiin sisältyy.

Verrattuna muihin sääntelymuotoihin oikeudellisella sääntelyllä pystytään paremmin varmistamaan, että sääntelykohteet noudattavat sääntelyä. Esimerkiksi itsesääntelyyn liittyy sen vapaaehtoisuudesta johtuen suurempi riski siitä, että haluttuja vaikutuksia ei saada aikaan tai ne saavutetaan vajavaisesti. Varmuutta tulosten saavuttamisesta on pidetty lainsäädännön ehkä tärkeimpänä etuna, joskin myös tätä näkökulmaa kohti voidaan esittää kritiikkiä.²²² Oikeudellisenkin sääntelyn luotettavuus tosin edellyttää, että sääntelyssä huolehditaan riittävästä valvonnasta ja toimeenpanosta.²²³

Kuten aikaisemmin mainittiin, lainsäädäntöpaketin valmistelussa on laajalti hyödynnetty alan toimijoiden asiantuntemusta, ja eri sidosryhmät ovat olleet tiiviisti mukana kestävän kasvun rahoituksen toimintasuunnitelman laatimisessa. Asetusehdotuksessa kestävä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ehdotetaan perustettavaksi erityinen kestävä rahoituksen foorumi, jonka tehtävänä on mm. neuvoa teknisiin seulontakriteereihin liittyvissä asioissa, arvioida kriteerien vaikutuksia ja seurata kestäviin sijoituksiin suuntautuvia pääomavirtoja.²²⁴ Foorumi koostuu EU:n viranomaisten lisäksi yksityisten sidosryhmien edustajista ja henkilökohtaisesti nimetyistä asiantuntijoista.²²⁵ Erilaiset asiantuntijatahot ja sääntelyn kohderyhmien edustajat ovat siten olleet mukana monessa sääntelyn vaiheessa.

Sidosryhmien mukanaololla lainsäädäntöprosessissa on lainsäädännön laadun kannalta monia etuja, kuten erisuuntaisten intressien tasapainottamisessa avustaminen ja tarkoittamattomien vaikutusten ja käytännön ongelmien tunnistaminen.²²⁶ Sidosryhmien mukanaolon on myös esitetty parantavan sääntelyn vaikuttavuutta, koska sidosryhmien päästessä vaikuttamaan sääntelyn sisältöön sääntelyn noudattaminen yleensä paranee.²²⁷

Komission keräämistä palautteesta onkin havaittavissa, että sääntelyhankkeelle on pääosin olemassa markkinatoimijoiden tuki. Suurin osa finanssimarkkinatoimijoista on suhtautunut lähtökohtaisesti positiivisesti sääntelyehdotuksiin, joilla selkeytetään kestävä taloudellisen toiminnan käsite ja joilla

²²¹ Ks. esim. Tala 2001 s. 300-306. Voidaan havaita, että monet edellä mainitut keinot ovat itse asiassa myös aikaisemmin mainittuja legitimointistrategioita, joten tältä osin normatiivisen ja positiivisen sääntelyteorian välillä on selvä yhteys.

²²² Better Regulation Task Force 2005 s. 16. Raportissa viitataan EU-lainsäädännön kohdalla poikkeamiin ja viipeisiin säännöksiä implementoimalla sekä tulkintaan ja riittämättömään valvontaan liittyviin ongelmiin.

²²³ Gunningham – Grabosky 1998 s. 41.

²²⁴ COM(2018) 353 final 15 artikla.

²²⁵ COM(2018) 353 final s. 24.

²²⁶ OECD Recommendation on Improving the Quality of Government Regulation 1995 s. 18.

²²⁷ Gunningham – Grabosky 1995 s. 385-386 ja Keinänen 2013 s. 1103.

määritellään tarkemmin ESG-tekijöihin liittyvien tiedonantovelvollisuuksien sisältö.²²⁸ Sääntelyn vaikuttavuutta voi olennaisesti parantaa se, että sääntelykohteet eli finanssimarkkinatoimijat ja vakuutuspalvelujen tarjoajat vaikuttavat yleisesti ottaen olevan sitoutuneita tulevaan sääntelyyn.²²⁹

Lisäksi sääntelyllä on myös selkeitä hyötyjä sääntelykohteen kannalta.²³⁰ Kestävän taloudellisen toiminnan määritelmään ja tiedonantovelvollisuuksiin liittyvien sääntöjen selkeytyminen ja yhtenäisyys voi alentaa toimijoiden transaktiokustannuksia erityisesti rajat ylittävissä sijoituskohteissa. Koska vain muutamakin väärinkäytöstapaus voi vaikuttaa hyvin voimakkaasti toimialaan, on myös finanssimarkkinatoimijoiden intressissä pitää huolta sijoittajien luottamuksen säilymisestä ja sääntöjen noudattamisesta. Vapaamatkustaja-ongelmaan liittyen väärinkäytökset vaikuttavat negatiivisesti myös vastuullisesti toimiviin sijoituspalvelujen tarjoajiin.²³¹

Voidaankin katsoa, että toinen keskeinen sääntelyteoreettinen peruste EU:n sääntelylle on ns. kollektiivisen toiminnan edut ja yhteistyöhön liittyvät seikat. Yhtenäisille kestävää sijoittamista koskeville käytännöille on markkinoilla tarve, mutta alan toimijoilla on itsellään vaikeuksia saada niitä aikaan.²³² Lainsäätäjällä voi olla tämän tavoitteen saavuttamiseksi paremmat mahdollisuudet. Varsinkin Euroopan unioni tasolla yhtenäinen sääntely on selvä etu markkinatoimijoille, kun rajat ylittäviä sijoituksia koskevat samat säännökset. Lisäksi kestäviä sijoituskohteita koskevien velvoitteiden selkeytyminen on hyvä asia oikeusvarmuuden kannalta.

Sääntelyn noudattamisen takaamisessa myös säännösten valvonnalla on keskeinen merkitys.²³³ Euroopan unionissa keskeisimmät valvontaviranomaiset ovat Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority), Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen (European Insurance and Occupational Pension Authority) ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority).²³⁴ Lisäksi jäsenvaltioissa on erikseen kansallisia finanssivalvontaviranomaisia. Työnjako toteutuu siten, että kansalliset viranomaiset huolehtivat

²²⁸ Ks. esim. COM (2018) 354 final s. 8-9 ja Euroopan komissio 2018: Feedback Statement Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability.

²²⁹ Mm. Tala on pitänyt sääntelyn kohdetahojen laajaa omaehtoista noudattamista oikeudellisen sääntelyn käyttökelpoisuuden edellytyksenä. Ks. Tala 2005 s. 202.

²³⁰ Sääntelystä aiheutuvien hyötyjen ja haittojen jakautuminen on yksi asia, joka vaikuttaa sääntelyn noudattamiseen. Ks. Keinänen 2013 s. 1111-1112.

²³¹ Vapaamatkustajaongelma on yleinen käsite oikeustaloustieteessä ja sääntelyteoriassa. Ongelma voi liittyä myös vihreisiin joukkovelkakirjoihin: mikäli sijoittajien luottamus yleisesti ottaen paranee tarkempien vihreitä tai ympäristöystävällisiä sijoituskohteita koskevien sääntöjen myötä, osa markkinatoimijoista voi pyrkiä hyötymään tästä luottamuksen kasvusta sitoutumatta itse näihin tarkempiin säännöksiin. Tästä syystä on tärkeää, että kaikki markkinatoimijat noudattavat sääntelyä.

²³² Kyse on itse asiassa yhdestä markkinahäiriöstä, liittyen juuri kollektiivisen toiminnan ongelmiin ja yhteistyön transaktiokustannuksiin. Lainsäädäntö voi saavuttaa kollektiiviseen etuun tai erityisesti julkiseen intressiin liittyviä tavoitteita tehokkaammin kuin markkinatoimijat itse. Ks. esim. Sunstein 1990 s. 49-51.

²³³ Keinänen 2013 s. 1114-1115.

²³⁴ Turtiainen 2018 s. 33-34.

varsinaisesta valvonnasta, ja mainitut kolme valvontaviranomaista huolehtivat säännösten soveltamisen yhdenmukaisuudesta ja muusta valvonnan koordinoimisesta.

Asetusehdotusten valmistelussa ei kuitenkaan ole juurikaan käsitelty sitä, onko valvontaviranomaisilla resursseja ja asiantuntemusta sääntelyn edellyttämään valvontaan. Jossain määrin avoimeksi jäävät kysymykset siitä, mitä seurauksia sääntelyn rikkomisella on, millaisia valvontamekanismeja on järjestettävä ja millaisia sanktioita sääntelyn rikkomisesta aiheutuu. Kestävää sijoittamista helpottavan kehyksen perusteluissa on yleispiirteisesti todettu, että ”komission on määrä arvioida, onko asianmukaista perustaa mekanismi, jolla tarkistetaan, noudattavatko toimijat tätä asetusta soveltaessaan kriteerejä, joilla määritetään taloudellisen toiminnan kestävyys.”²³⁵ Sijoittajien luottamuksen turvaamisen kannalta olennaista ei ole vain se, että tällainen määritelmä on olemassa, vaan lisäksi finanssimarkkinatoimijoiden on sovellettava sitä tarjoamiinsa kestäviin sijoitustuotteisiin. Kun sääntelyn noudattaminen on edellytys sääntelyn vaikuttavuudelle, olisi perusteita ottaa noudattaminen huomioon lainvalmistelussa perusteellisemminkin.

Sääntelyn vaikuttavuuden kannalta positiivisena asiana voidaan kuitenkin pitää sitä, että jo sääntelyn valmisteluvaiheessa on asetettu mekanismeja itse asetusehdotuksille asetettujen tavoitteiden seuraamista varten. Tällainen ns. sääntelyn vaikutusten jälkiseuranta onkin hyvin tärkeää, jotta sääntelyn vaikuttavuutta voidaan arvioida. Sitä on myös pidetty yhtenä hyvän säädösvalmistelun ominaisuutena.²³⁶ Kestävää sijoittamista koskevan lainsäädäntöpaketin kohdalla jälkiseuranta keskittyy siihen, miten hyvin asetusehdotukset ovat edistäneet ESG-tekijöiden integroimista sijoitusprosesseihin, kestävyystekijöistä tiedottamista ja läpinäkyvyyttä sijoitustuotteissa, sekä kestävän taloudellisen toiminnan määritelmän ja luokittelujärjestelmän käyttöä. Jälkiseuranta aiotaan toteuttaa mm. finanssimarkkinatoimijoille suunnattavilla kyselyillä ja arvioimalla kestävien sijoitustuotteiden tilastollista kasvua.²³⁷

Lopuksi on kuitenkin todettava, että kun sääntelyn vaikuttavuudessa on kyse tavoiteltujen vaikutusten saavuttamisesta, on olennaista tarkastella asetettujen vaikutusten muotoilua. Lainsäädännölle asetettujen tavoitteiden epätäsmällisyys on yleinen ongelma, joka lainvalmisteluun liittyen on nostettu esille sääntelyteoreettisessa keskustelussa.²³⁸ Yleisiä ongelmia ovat mm. se, että tavoitteita ei ylipäättään ole asetettu, tai ne on asetettu hyvin epätäsmällisesti. Tämä kritiikki osuu jossain määrin oikeaan myös kestävä sijoittamista koskevan lainsäädäntöpaketin kohdalla, sillä joitain asetettuja

²³⁵ COM(2018) 353 final s. 12.

²³⁶ Better Regulation Guidelines, SWD(2017) 350 s. 29-30.

²³⁷ SWD(2018) 264 final s. 112-113.

²³⁸ Ks. esim. Tala 2001 s. 117-124.

tavoitteita (läpinäkyvyyden lisääminen, käsitteiden selkeyttäminen) on varsin hankala mitata millään kriteereillä. Tämä hankaloittaa myös sääntelyn vaikuttavuuden arviointia.

Sääntelyn vaikuttavuudesta voidaan kunnolla lausua vasta, kun se on tullut voimaan ja ollut voimassa jonkin aikaa, ja tällöinkin on otettava huomioon muut sääntelykohteeseen mahdollisesti vaikuttavat asiat. Edellä käsitellyn perusteella voidaan kuitenkin esittää, että lainsäädäntöpaketilla on hyvät mahdollisuudet osoittautua vaikuttavaksi ja edistää kestävän sijoittamisen merkitystä finanssimarkkinoilla. Toisaalta on huomattava, että lainsäädännön tavoitteet ovat loppujen lopuksi varsin yleispiirteisiä, joten niiden toteutumisen tarkka seuranta on haastavaa.

4.7.2 Kustannustehokkuus

Lainsäädännön kustannustehokkuus kytkeytyy pitkäaikaiseen sääntelyteoreettiseen ja oikeustaloustieteelliseen kysymykseen siitä, onko sääntely enemmän tai markkinoiden hyvälle toimimiselle vai haitta markkinoiden tehokkuudelle.²³⁹ Kustannustehokkuuden korostamisen taustalla on havainnot siitä, että epätehokas lainsäädäntö voi toimia kilpailuhaittana ja talouskasvun hidastajana. Myös Euroopan unionia on syytetty raskaasta ja joustamattomasta sääntelystä, joka vahingoittaa Euroopan kilpailukykyä ja kansalaisten työllistymismahdollisuuksia sekä hidastaa talouskasvua.²⁴⁰ Edellä mainituista syistä johtuen sääntelystä aiheutuvat kustannukset ovatkin nousseet tärkeäksi kriteeriksi, kun lainsäädäntöä laaditaan.²⁴¹

Kustannustehokkuutta on mahdollista lähestyä monella eri tavalla. Kustannustehokkuudessa on kyse ennen kaikkea siitä, saavutetaanko lainsäädännölle asetetut tavoitteet aiheuttamatta ylimääräisiä kustannuksia. Voidaan myös kysyä, onko lainsäädännölle ylipäättään tarvetta vai olisiko jokin muu ratkaisu tehokkaampi, tai olisiko lainsäädäntö sisältönsä puolesta mahdollista toteuttaa tehokkaammin. Sääntelystä aiheutuvia kustannuksia ovat hallinnolliset, transaktio- ja muut kustannukset. Huomioon otettavia kustannuksia ovat sekä sääntelykohteille eli yleensä toiminnanharjoittajille että viranomaisille aiheutuvat kustannukset.²⁴² den Hertogin ryhmittelyn mukaan sääntelystä aiheutuvia kustannuksia ovat 1) sääntelyn valmistelusta ja implementoinnista aiheutuvat kustannukset, 2) sääntelyn ylläpidosta aiheutuvat kustannukset, 3) sääntelyn

²³⁹ Ks. yhteenvetona esim. Stiglitz 2010 s.15-21.

²⁴⁰ Ks. Burns 1998 s. 435 alaviitteineen.

²⁴¹ Tala 2016 s. 3.

²⁴² Tämä on kustannustehokkuuden ns. laaja määritelmä, erotuksena suppeasta määritelmästä, jossa hallinto- ja transaktiokustannuksia ei oteta huomioon. Ks. Määttä – Pulliainen 2003 s. 120.

noudattamisesta aiheutuvat kustannukset, ja 4) muut kustannukset, jotka aiheutuvat kohtiin 1-3 liittyvistä vääristymistä.²⁴³

Myös tehokkuutta arvioitaessa voidaan hyödyntää edellä mainittua Coasen teoreemaa.²⁴⁴ Teoreeman mukaan neuvotteluilla päästään pareto-tehokkaaseen lopputulokseen. Teoreeman taustaoletuksena on kuitenkin se, että eri vaihtoehtoista ei aiheudu transaktiokustannuksia. Lisäksi oletetaan, että käytettävissä oleva tieto on täydellistä. Kumpikaan oletuksista ei käytännössä voi toteutua. Taustaoletuksia voidaan kuitenkin muokata esimerkiksi siten, että neuvotteluista aiheutuu tietty määrä transaktiokustannuksia.²⁴⁵ Tällöin lainsäädäntö on markkinatoimijoiden neuvotteluratkaisuja parempi vaihtoehto markkinahäiriön korjaamiseksi, jos siitä aiheutuu vähemmän transaktiokustannuksia kuin neuvotteluista.²⁴⁶ Vaihtoehtoisesti voidaan muokata toista taustaolettamaa, ja tunnistaa, että markkinahäiriöstä kärsivillä ei ole käytettävissään täydellistä tietoa. Tässä tapauksessa lainsäätäjät voi toimia sekä tiedon kerääjänä markkinatoimijoiden informoimiseksi että osapuolena itse markkinahäiriön ratkaisemisessa. Tällöinkin lainsäätäjän interventiolle olisi oltava tehokkuuteen liittyvä peruste, kuten se, että tiedon kerääminen on helpointa ja halvinta viranomaisasemassa olevalle toimijalle.²⁴⁷

Tehokkailla finanssimarkkinoilla laadukkaat sijoituskohteet saavat enemmän sijoituksia. Jotta markkinat voivat toimia tehokkaasti, sijoittajat tarvitsevat informaatiota. Informaatiota tarvitaan sijoituspalvelujen tarjoajista, sijoitustuotteen riskistä, sijoituskohteen laadusta ja muista sijoituksen kannalta olennaisista asioista. Informaation perusteella sijoittaja voi tehdä harkintansa perusteella oikeansisältöisiä sijoituspäätöksiä. Lainsäätäjän keinot puuttua markkinoilla olevaan tietoon sisältää kaksi pääkeinoa. Ensinnäkin lainsäätäjät voi kieltää harhaanjohtavan tai väärän tiedon levittämisen. Toiseksi lainsäätäjät voi pakottaa tietynsisältöisen tiedon julkistamiseen.

Selvää on, että EU:n kestävää sijoittamista koskevasta lainsäädäntöpaketista aiheutuu kustannuksia niille finanssimarkkinatoimijoille, jotka tällaisia sijoituskohteita tarjoavat. Sijoituspalvelujen tarjoajat joutuvat käyttämään entistä enemmän resursseja tiedon keräämiseen ja sen varmistamiseksi, että vihreiden sijoitusinstrumenttien sijoituskohteet täyttävät säädösten kriteerit kestävyysliittymään. Samoin entistä laajemmista tiedonantovelvollisuuksien täyttämistä aiheutuu lisäkustannuksia, kun

²⁴³ den Hertog 2000 s. 225. Viimeisestä kohdasta den Hertog käyttää määrittelyä ”deadweight costs resulting from distortive changes in connection with 1-3.”

²⁴⁴ Coasen teoreemasta ks. esim. Cooter – Ulen 2014 s. 81-90.

²⁴⁵ Noll s. 1259. Transaktiokustannuksista käytetään tässä yhteydessä laajaa määritelmää, jossa neuvottelukustannusten lisäksi siihen sisällytetään mm. valmistelu- ja valvontakustannukset.

²⁴⁶ Neuvotteluiden transaktiokustannukset ovat usein korkeita, jos osapuolia on paljon tai kyse on ns. massaulkoishaitoista. Tällöin lainsäädäntö voi olla tehokkaampi tapa korjata markkinahäiriö. Ks. Baldwin ym. 2012 s. 21.

²⁴⁷ Noll 1989 s. 1259-1260.

sijoittajille tulee antaa entistä enemmän tietoa sekä ennen sijoituspäätöstä että sen jälkeen. Erityisesti kohdeprojektien ja sijoitusten vaikutusten arviointi vaatii lisäpanostuksia.

Sääntelystä aiheutuvat kustannukset ovat ainakin jossain määrin otettu huomioon lainvalmistelussa. Asetusehdotuksissa on pyritty välttämään ”kohtuuttoman suuria kustannuksia”, jotka aiheutuvat sääntelyn noudattamisesta talouden toimijoille.²⁴⁸ Tähän pyritään mm. säätämällä tekniset seulontakriteerit siten, että ne tarjoavat riittävästi oikeudellista selkeyttä ja että ne ovat käyttökelpoisia ja helppokäyttöisiä.²⁴⁹ Lisäksi pyritään siihen, että säännösten noudattamisen tarkastuksesta aiheutuvat kustannukset pysyvät kohtuullisina. Vertailuarvoja koskevassa asetusehdotuksessa on todettu, että vähähiilisyyden vertailuarvojen hallinnoijien rasite saattaa joissakin tapauksissa vähentyä selkeistä ja yhdenmukaisista säännöistä johtuen.²⁵⁰ Myös ESG-tekijöihin liittyvän tiedonantovelvollisuuden kohdalla on päädytty joustavuutta korostavaan lainsäädäntövaihtoehtoon, jotta vältetään suuret sääntelyn noudattamisesta aiheutuvat kustannukset.²⁵¹ Tiedonantovelvollisuutta koskevaa asetusehdotusta mukautettiin sääntelyntarkastelulautakunnan lausunnon jälkeen, kun lautakunta oli kiinnittänyt huomiota sääntelystä aiheutuviin kustannuksiin.²⁵² Lausunnon jälkeen asetusehdotuksessa pyrittiin mm. selventämään tiedonantovaatimusten sisältöä ja määrittämään kannustimia, joilla kustannuksia voidaan vähentää.

Sijoituskohteen kestävyysasteen ja taloudellisen toiminnan ympäristökestävyyden vahvistamisesta aiheutuvat kustannukset linkittyvät kiinteästi asetusehdotuksella ja delegoiduilla säädöksillä luotaviin teknisiin seulontakriteereihin. Teknisten kriteerien mukanaoloa voidaan kustannustehokkuuden puolesta arvioida kahteen suuntaan. Ensinnäkin niiden avulla sääntely pysyy helpommin ajan tasalla, olettaen että niitä päivitetään riittävästi teknologisten kehitysten mukaisesti. Näin vältetään se sääntelyn toimivuuden kannalta katastrofaalinen tilanne, jossa jokin teknologinen innovaatio voisi hyvin olla vihreän rahoituksen kohteena, mutta liian suppeasta legaalimääritelmästä johtuen sitä ei voitaisi sellaisena markkinoida. Oikein toteutettuna kriteerit voivat toimia riittävänä mittarina sijoitustuotteiden kestävyysarvioinnille ja siten sijoittajien luottamuksen takaajana, ja päivitettyinä ne myös ottavat huomioon tieteen kehityksen ja uudet innovaatiot.

Toisaalta nämä tekniset kriteerit voivat aiheuttaa merkittäviä kustannuksia. Kriteerit tulevat todennäköisesti olemaan melko pitkiä ja yksityiskohtaisia, ja niiden soveltaminen vaatii teknistä

²⁴⁸ COM(2018) 353 final s. 23.

²⁴⁹ COM(2018) 353 final s. 16.

²⁵⁰ COM(2018) 355 final s. 5.

²⁵¹ SWD(2018) 264 final s. 41.

²⁵² Regulatory Scrutiny Board, Opinion: Impact Assessment/Sustainable Finance (26 April 2018) ja COM (2018) 354 final s. 9.

asiantuntemusta. Lisäksi kriteerien laadinnan ja soveltamisen lisäksi niiden päivittäminen aiheuttaa kustannuksia lainsäätäjälle. Sääntelyn ylläpidosta aiheutuvat kustannukset ovatkin odotettavasti korkeita, koska myös säädösten päivittäminen vaatii korkeaa asiantuntemusta ja yhteistyötä eri sidosryhmien kanssa.²⁵³ Samoin sääntelyn noudattamiskustannukset kasvavat, jos sääntely on hyvin monimutkaista.

Kuten todettu, ESG-tekijöihin liittyvät tiedonantovelvollisuudet muodostavat toisen merkittävän osan kestävästä sijoittamisesta koskevasta lainsäädäntöpaketistä. Tiedonantovelvollisuuksilla kontrolloidaan sitä, mitä tietoa finanssimarkkinatoimijoiden on julkaistava, ja sitä, miten sen tulee tapahtua. Optimaalisesta tiedonantovelvollisuuden sääntelystä aiheutuvat kustannukset ja siitä koituvat hyödyt ovat tasapainossa. Liian laajoista tiedonantovelvollisuuksista aiheutuu kustannuksia finanssimarkkinatoimijoille ilman, että siitä koituu merkittävää hyötyä sijoittajille, ja tämä voi kokonaisuutena heikentää kestävien sijoituskohteiden houkuttelevuutta.

Tapoja säännellä tiedonantoa on useita. Voidaan säätää hyvin tiukat säännökset, jotka määrittävät yksityiskohtaisesti, mitä tietoa tulee antaa ja miten sen tulee tapahtua. Toinen, ehkä tehokkaampi vaihtoehto on antaa finanssimarkkinatoimijoille kannustimia tiedonantoon, mutta antaa heidän tehdä edellä mainitut päätökset itse, koska tällöin toimijoita ei pakoteta tekemään epätehokkaita tiedonantoja (esimerkiksi epätehokkaalla tavalla tai tiedosta, jota sijoittajat eivät tarvitse). Vapaaehtoisessa tiedonannossa on tosin se haaste, että finanssimarkkinatoimijat voivat olla julkaisematta sellaista tietoa vihreästä joukkovelkakirjasta, joka on heidän kannaltaan epäedullista. Sijoittajien saaman kokonaiskuvan ja vertailun kannalta yhtenäiset tiedonantokäytännöt ovat tehokkaampi ratkaisu. Asetusehdotuksissa valittu toimintatapa on lähempänä ensimmäistä vaihtoehtoa, mutta toisaalta tiedonantovelvollisuuksissa on korostettu joustavuutta tiedonannon tarkempien menetelmien suhteen.²⁵⁴

Lisäksi voidaan (kustannustehokkuuden puolesta) kysyä, kuinka paljon tietoa on riittävästi, ja miten lainsäädännöllä on pyritty optimaaliseen tiedon määrään markkinoilla.²⁵⁵ Ei voida suoraan ajatella, että mahdollisimman suuri määrä tietoa on markkinoiden kannalta paras vaihtoehto. Tiedon keräämisestä aiheutuu kustannuksia, jotka ainakin osittain voivat päätyä sijoittajien maksettavaksi.²⁵⁶ Lisäksi on otettava huomioon, että sijoittajien kyky prosessoida informaatiota on rajallinen; vaarana on ns. informaation ylikuormitus. Näin ollen optimaalinen tiedon määrä on sellainen, josta saatava

²⁵³ SWD(2018) 264 final s. 84.

²⁵⁴ SWD(2018) 264 final s. 47-48.

²⁵⁵ Taustalla on havainto siitä, että markkinahäiriöitä, nyt informaation epätäydellisyyttä, tuskin voidaan koskaan kokonaan korjata lainsäädännöllisin toimin. Kysymys on siis siitä, mikä on riittävä taso häiriön korjaamiselle.

²⁵⁶ Easterbrook – Fischel 1984 s. 695-696.

marginaalihyöty ylittää siitä aiheutuvat marginaalikustannukset.²⁵⁷ Tätä problematiikkaa ei kuitenkaan ole käsitelty asetusehdotusten perusteluissa, ja ilmeisesti optimaaliseen tiedon määrään pyritään säätämällä tiedonantovelvollisuuden sisällöstä joustavalla tavalla.

Myös tiedonantoasetuksessa on säädetty teknisistä sääntelystandardeista, joilla täsmennetään kestäviin sijoitustuotteisiin liittyvien tiedonantovelvollisuuksien sisältö.²⁵⁸ Näihin liittyen voidaan esittää samankaltaisia näkökulmia kuin teknisiin seulontakriteereihin; kyseessä on hallinnollisten kustannusten lisäys, ja sääntelyn ollessa hyvin yksityiskohtaista sääntelyn noudattamisesta aiheutuvat kustannukset yleensä kasvavat. Lopullinen arvio voidaan esittää kuitenkin vasta sitten, kun kriteerit on laadittu ja sääntely on tullut voimaan.²⁵⁹

Vähähiilisyyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvojen kohdalla sääntelyn noudattamiskustannusten on esitetty olevan alhaiset, koska vertailuarvojen hallinnoijille jää joustavuutta vertailuarvojen toteuttamiseen.²⁶⁰ Asetusehdotuksella vahvistetaan vain vähimmäisvaatimukset vähähiilisyyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvoja koskeville menetelmille, sen sijaan, että toimintatavaksi olisi valittu ns. täydellinen harmonisointi.²⁶¹ Pelkkään vähimmäisvaatimuksista säätämiseen päädyttiin siksi, että yksityiskohtaisimmista säännöksistä olisi aiheutunut korkeampia kustannuksia vertailuarvojen hallinnoijille. Valitulla minimiharmonisoinnilla vertailuarvojen hallinnoijille jätetään enemmän valinnanvaraa siihen, miten vertailuarvot lasketaan ja millaisilla strategioilla ympäristöhuoliin pyritään vastaamaan.²⁶²

Yksi tekijä, jonka on myös esitetty parantavan sääntelyn kustannustehokkuutta sääntelykohteen näkökulmasta, on sellaisten keinojen tarjoaminen, joiden avulla sääntelykohteet voivat valmistautua sääntelyyn. Asetusehdotuksissa tästä on huolehdittu vaiheittaisella käyttöönotolla, jolloin finanssimarkkinatoimijoille annetaan aikaa tutustua säännöksiin. Kestävää sijoittamista helpottavan kehyksen 18 artiklan mukaan asetuksen 3-12 artiklaa aletaan soveltaa kuuden kuukauden kuluttua siitä, kun delegoidut säädökset ovat tulleet voimaan. Näin pyritään varmistamaan se, että finanssimarkkinatoimijoille jää riittävästi aikaa tutustua sääntelyyn ja varautua siihen.

Kustannustehokkuuteen vaikuttaa myös viranomaisten hallinnollisten kustannusten lisääntyminen. Kustannuksia aiheutuu mm. sääntelyn laadinnasta sekä sen ylläpitämisestä ja valvonnasta. Erityisesti

²⁵⁷ Määttä 2009 s. 30-31.

²⁵⁸ COM(2018) 354 5 artikla.

²⁵⁹ Myös sääntelytarkastelulautakunta kiinnitti lausunnossaan huomiota tähän ja arvioi, että myöhempiä vaikuttavuusarvioita tarvitaan. Ks. Regulatory Scrutiny Board, Opinion: Impact Assessment / Sustainable Finance Initiative (8 May 2018) s. 2.

²⁶⁰ COM(2018) 355 final s. 11-13.

²⁶¹ Ks. SWD(2018) 264 final s. 88-89.

²⁶² SWD(2018) 264 final s. 88.

on huomattava, että osana ehdotusta kestävästä sijoittamisesta helpottavasta kehyksestä perustetaan kestävä rahoituksen foorumi, jonka lisäksi eurooppalaisten valvontaviranomaisten tehtäviä lisätään kestävyteen liittyen. Eurooppalaisilla valvontaviranomaisilla ja Euroopan ympäristökeskuksella on keskeinen merkitys luokittelujärjestelmän päivittämiseen, teknisten seulontakriteerien laatimiseen, tiedonantovelvollisuuksien täsmentämiseen ja vähähiilisten vertailuarvojen soveltamiseen liittyvissä tehtävissä.²⁶³ Erityisesti kestävästä taloudellista toimintaa koskevan luokittelujärjestelmän luominen ja sen ylläpitäminen vaatii asiantuntemusta sekä luonnontieteiden että finanssioikeuden osalta. Eurooppalaiset valvontaviranomaiset tarvitsevat lisäresursseja, jotta ne voivat selviytyä uusista kestävyteen liittyvistä valvonta- ja neuvonantotehtävistä, mistä aiheutuu kustannuksia. Lisäksi esimerkiksi valvonnan kustannustehokkuus riippuu sen toteutuksesta. Tehokkaassa valvontajärjestelmässä sääntöjen rikkomisesta seuraa rangaistus, mutta siitä aiheutuvien kustannusten tulee olla tasapainossa hyötyjen kanssa. Tämä tarkoittaa, että kaikkia väärinkäytöksiä ei yleensä kannata pyrkiä estämään, koska täydellisestä valvonnasta aiheutuvat kustannukset ylittävät merkittävästi siitä aiheutuvat hyödyt.²⁶⁴

Toisaalta lainsäädännölliset toimet voivat kuitenkin olla paras vaihtoehto toimivien kestävä sijoittamisen markkinoiden turvaamiseksi. Sijoittajien luottamuksen parantamiseksi kestävyystekijöistä tiedottamisella on merkittävä asema, ja yhtenäistetyt käytännöt ja vaatimukset selkeyttävät tilannetta myös sijoituspalvelujen tarjoajien kannalta. Sääntelyllä on myös hyötyjä sijoituspalveluyritysten kannalta, sillä lisääntyneen luottamuksen myötä sijoittajien kiinnostus kestäviin sijoituskohteisiin kohtaan myös todennäköisesti nousee.

Joissain tapauksissa EU:n sääntely voi myös alentaa finanssimarkkinatoimijoille aiheutuvia kustannuksia. Kun kiinnostus kestävästä sijoittamisesta kohtaan jatkaa kasvuaan, on odotettavissa, että myös paine lisätä sijoitusten kestävyteen liittyvää läpinäkyvyyttä kasvaa. Yhtenäiset ja selkeät säännökset ja kriteerit voivat tällöin helpottaa markkinatoimijoiden toimintaa, kun ne päättävät tiedonantokäytäntöjensä tarkemmasta sisällöstä. Kustannuksista on myös huomattava, että yhtenä koko lainsäädäntöpaketin keskeisistä tavoitteista on se, että sijoittajille aiheutuvat kestävyteen liittyvät informaation etsintäkustannukset alenevat.

Kustannustehokkuutta arvioitaessa ongelmana on usein se, lainsäädännöstä aiheutuvista kustannuksista voidaan esittää jonkinlaisia arvioita, mutta erityisesti informaatioon liittyvästä sääntelystä aiheutuvia hyötyjä on vaikea arvioida. Kustannustehokkuuden kannalta positiivinen asia

²⁶³ Ks. COM(2018) 353 final s. 11-12, COM(2018) 354 final s. 19 ja SWD(2018) 264 final s. 103.

²⁶⁴ Baldwin ym. 2012 s. 247.

joka tapauksessa on se, että sijoittajien tarvitsee käyttää vähemmän resursseja sijoituskohteista esitettyjen ympäristöväitteiden tarkistamiseen. Epäyhtenäisessä toimintaympäristössä sijoittajat kohtaisivat erilaisia tulkintoja velvollisuuksista sijoittajia kohtaan ja tiedonantovelvollisuuksista, erilaisia luokittelujärjestelmiä ja epäyhdenmukaisia työkaluja vähäpäästöisiin vertailuarvoihin liittyen.²⁶⁵ Toisaalta ristiriitaista voi olla, että ainakin osa tiedonantovelvollisuuksista aiheutuvista kustannuksista tulee (välillisesti) sijoittajien maksettaviksi.

Lainsäädännön kannalta on myös ongelmallista, jos siitä aiheutuvat hyödyt ja haitat jakautuvat epätasaisesti.²⁶⁶ Niin sanottu intressiryhmäteoria kiinnittää huomiota siihen, että lainsäädäntö voi usein tosiasiallisesti ajaa toimialan suurimpien vaikuttajien etuja. Teorian mukaan intressiryhmät ovat usein hyvin organisoituja, joten niillä on suuri painoarvo, mikä voi johtaa siihen, että heitä suositaan lainvalmistelussa. Tiukemmat tiedonantokriteerit voivat antaa edun suurille toimijoille, koska yleisesti ottaen tiedon antamisesta aiheutuvat kulut pysyvät samoina riippumatta sijoituspalveluiden tarjoajan tai tarjottavan sijoitusinstrumentin koosta. Pienemmillä toimijoilla on pääsääntöisesti vähemmän resursseja käytettävissään, joten tiedonantovelvollisuudet voivat toimia esteenä markkinoille tulemiselle.²⁶⁷ Tällöin sääntelyllä on tosiasiallisesti kilpailua heikentävä vaikutus, mikä tarkoittaa sen heikompaa tehokkuutta. Asetusehdotusten vaikuttavuusarvioinnissa sääntelystä aiheutuvien kustannuksien on esitetty olevan rajattuja myös pienemmille toimijoille.²⁶⁸ Todelliset sääntelyn noudattamisesta aiheutuvat kustannukset riippuvat kuitenkin paljon siitä, minkä sisältöisiksi esimerkiksi kestävän taloudellisen toiminnan määritelmään liittyvät tekniset seulontakriteerit laaditaan. Yksityiskohtaisemmasta sääntelystä aiheutuu yleensä suurempia kustannuksia, ja pienemmillä toimijoilla on heikommat edellytykset niistä selviämiseen.

Voidaan olettaa, että markkinahäiriöistä aiheutuvat kustannukset kasvavat ajan kuluessa, jos niitä ei korjata, kun vastuullisen sijoittamisen kysyntä kasvaa. Nollin mukaan poliittisen toimen todennäköisyys kasvaa, jos markkinahäiriö muuttuu suuremmaksi ajan kuluessa.²⁶⁹ Tämä johtuu siitä, että markkinahäiriön korjaamisesta aiheutuvat transaktiokustannukset pysyvät samana, koska ne eivät riipu markkinahäiriöstä itsestään vaan mm. ratkaisun aikaansaamisen vaikeudesta ja osapuolten organisointikustannuksista. Näin ollen markkinahäiriöstä aiheutuvien kustannusten noustessa korjauksen hyödyt kasvavat suhteellisesti, mikä puoltaa lainsäädäntöratkaisun syntymistä.

²⁶⁵ SWD(2018) 264 final s. 33.

²⁶⁶ Ks. Noll 1989 s. 1260. Kirjoittajan mukaan eri ryhmien kokemat hyödyt ja haitat tulee olla tasapainossa, ottaen huomioon transaktiokustannukset ja informaation epätäydellisuuden suuruus.

²⁶⁷ Easterbrook – Fischel 1984 s. 671.

²⁶⁸ SWD(2018) 264 final s. 42 ja s. 47-49.

²⁶⁹ Noll 1989 s. 1260.

Vastaavasti sääntelyn purkaminen on paras ratkaisu silloin, kun sääntelyn kustannukset ylittävät transaktiokustannusten ja sääntelyn purkamisesta aiheutuvien kustannusten yhteismäärän.

EU:n lainsäädäntöehdotusten perusteluissa onkin todettu nykytilaan viitaten, että kestäviin sijoituskohteisiin liittyvät ongelmat, kuten sijoitustuotteiden vertailemisen vaikeus ja erisisältöisten ympäristökriteerien soveltamisesta aiheutuvat kustannukset, tulisivat todennäköisesti kasvamaan tulevaisuudessa.²⁷⁰ Esityksen mukaan yhdenmukaisella luokittelujärjestelmällä ja kestävyystekijöihin liittyvillä tiedonantovelvollisuuksilla sen sijaan pystyttäisiin poistamaan sisämarkkinaesteitä, vähentämään finanssimarkkinatoimijoille aiheutuvia kustannuksia ja helpottamaan taloudellisten toimijoiden kestävyyyteen liittyvää rahoituksen hankintaa.

Jos lähtökohdaksi asetetaan, että lainsäädännöllisiä toimia tarvitaan markkinahäiriön korjaamiseksi, EU:n sääntelyn osalta kustannustehokkuutta parantava asia on sääntelyn yhtenäistäminen sisämarkkina-alueella. Monien EU:n sisällä tapahtuvien sijoitusten ollessa rajat ylittäviä yhtenäiset säännöt alentavat sääntelyn soveltamis- ja valvontakustannuksia. Kuten asetusten perusteluissa asiaa on käsitelty, ilman EU:n interventiota kansalliset toimijat todennäköisesti itse säätäisivät omia kestävästä sijoittamisesta koskevia lakejaan, mikä voi johtaa kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla epä johdonmukaisiin päätöksiin ja epäyhtenäisiin lainsäädännöllisiin ratkaisuihin. Kustannustehokkuuden ja oikeusvarmuuden kannalta on myönteistä, että mahdollisesti erisisältöisten kansallisten säännösten valvomisen ja tulkinnan sijaan sovellettavaksi tulevat asetuksentasoiset suoraan sovellettavat säädökset. Tällaisia tehokkuuteen liittyviä perusteluissa onkin löydettävissä EU:n lainvalmisteluaineistosta.²⁷¹

Myös edellä käsitelty sidosryhmien mukanaolon lainvalmisteluprosessissa on esitetty usein parantavan lainsäädännön kustannustehokkuutta. Kuten aikaisemmin on todettu, lainsäädäntöpaketti perustuu ns. korkean tason asiantuntijaryhmän raporttiin. Asiantuntijaryhmän lisäksi sidosryhmiä on mukana ainakin kestävästä rahoituksen foorumissa, ja sidosryhmiä on myös kuultu muuten osana normaalia lainsäätämisyjärjestystä.²⁷² Asiantuntijatiedon merkitys ja sidosryhmien mukanaolo korostuvat siten itse lainvalmistelun lisäksi myös lainsäädännön päivittämisen yhteydessä.

Tehokas lainsäädäntö edellyttää kestävästä taloudellisen toiminnan määritelmän, ja siten vihreiden joukkovelkakirjojen sijoituskohteiden määritelmän, kannalta tasapainon löytämistä erisuuntaisten

²⁷⁰ COM(2018) 353 final s. 19.

²⁷¹ SWD(2018) 264 final s. 33.

²⁷² Foorumin perustamisen voidaan katsoa olevan osa asiantuntijatiedon hyödyntämistä lainsäädännössä, sillä foorumissa on mukana yksityinen sektori ja edustajia markkinatoimijoilta ja muilta sidosryhmiltä. Ks. COM(2018) 353 final s. 24.

vaatimusten välillä. Toisaalta määritelmän tulee kannustaa kunnianhimoisiin kestävyystavoitteisiin ja -hankkeisiin, toisaalta kriteerien ei tulisi olla liian tiukkoja tai poissulkevia. Optimaalinen lopputulos edellyttää hyvää ymmärrystä kestävien rahoitusmarkkinoiden toiminnasta, ja juuri tällaisen asiantuntemuksen puute lainvalmistelussa on usein laskettu perinteisen sääntelyn heikkoudeksi.²⁷³ Kestävän sijoittamisen lainsäädäntöpaketin valmistelussa sidosryhmät ovat kuitenkin olleet hyvin voimakkaasti mukana, joten tältä osin lainsäätäjät on hyödyntänyt alan asiantuntemusta.

Toisaalta sidosryhmien mukanaolosta on esitetty myös erisuuntaisia näkemyksiä sääntelyn kustannustehokkuuteen liittyen. Kustannustehokkuus voi toki parantua, jos sääntelyn suuremmasta legitimitetistä johtuen tarvitaan vähemmän valvontaa ja sanktiomekanismeja. Toisaalta itse lainsäädäntöprosessi voi muuttua tehottomammaksi, kun eri kuulemismenettelyt viivästyttävät prosessia ja ne myös vaativat ylimääräisiä resursseja kaikilta osallistujilta. Olennaista onkin sopivan tasapainon löytäminen osallistumiseen käytettävien resurssien ja siitä saatavien hyötyjen välillä.²⁷⁴

Lainsäädäntöratkaisu on yksi tapa saavuttaa yhtenäiset käytännöt markkinoilla. Olisi toki myös mahdollista, että markkinat voisivat tulevaisuudessa kehittää itsekkin yhtenäiset käytännöt, esimerkiksi yhden itsesääntelystandardin saavuttaessa selvästi käytetyimmän normiston aseman. Ei ole kuitenkaan takeita, että tämä olisi tehokkaampi ratkaisu kuin lainsäädäntö. Lisäksi ongelmana on vihreiden joukkovelkakirjojen keskeinen merkitys EU:n ympäristötavoitteiden saavuttamisen kannalta. 2030-luvulle asetettujen tavoitteiden saavuttaminen edellyttää, että tuloksia on saatava nopeasti, ja markkinaperusteisen ratkaisun saavuttaminen voi viedä aikaa. Yksi tavoite sääntelylle onkin se, että ESG-tekijöiden huomioon ottaminen sijoitusprosesseissa pitäisi saada kasvamaan nopeammin.

Edellä käsitellystä voidaan havaita, että kustannustehokkuus-käsitteen alla on mahdollista käsitellä monia eri kokonaisuuksia, ja käytännössä sääntelyn kustannustehokkuuteen vaikuttaa hyvin moni eri asia. Pääosin lainvalmistelussa on kuitenkin pyritty valitsemaan sääntelyvaihtoehdoista se, josta aiheutuu vähiten kustannuksia sääntelykohteille ja joka kuitenkin toteuttaa asetettuja tavoitteita. On myös huomattava, että sääntelystä aiheutuu aina kustannuksia. Kustannustehokkaan sääntelyn mittarina ei siten tulisi olla se, että kustannuksia ei aiheudu, vaan se, että turhat kustannukset vältetään.²⁷⁵ Keskeinen lähtökohta on kuitenkin oltava, että sääntelystä koituvien hyötyjen tulee ylittää sääntelyn kustannukset. Yksiselitteistä vastausta sääntelyn kustannustehokkuudesta on vaikea

²⁷³ Gunningham – Grabosky 1998 s. 44.

²⁷⁴ Gunningham – Grabosky 1998 s. 386.

²⁷⁵ Hämäläinen ym. 2013 s. 24.

tai ehkä mahdotontakin antaa, mutta erilaisia suuntia antavia arvioita on mahdollista esittää. Kustannustehokkuuden arviointi on kuitenkin hyvin tärkeää: hyvin kustannustehoton sääntely voi tehdä vihreistä joukkovelkakirjoista vähemmän houkuttelevan sijoituskohteen, jos niihin liittyvät kustannukset nousevat liian suuriksi.²⁷⁶

4.7.3 Yhteenveto sääntelyteoreettisista näkökulmista

EU-lainsäätäjän interventiota markkinoille ja valitun sääntelykeinojen tarkoituksenmukaisuutta puoltavat siis monet seikat, erityisesti yhtenäisten EU-tason sääntöjen tuoma selkeys ja oikeusvarmuus. Toisaalta usein sääntelystandardeina käytettyjä vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta on usein pidetty pikemminkin itsesääntelyn kuin oikeudellisen sääntelyn vahvuuksina. Kuten todettu, lainsäädäntöä on kuitenkin aina tarkasteltava tapauskohtaisesti.

EU:n lainsäädäntöpaketti vaikuttaa muodostavan kokonaisuuden, joka tarjoaa finanssimarkkinatoimijoille entistä selkeämmän toimintaympäristön vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoille. Sääntelyn laadun kannalta positiivisena voidaan pitää sitä, että sääntelyn vaikuttavuus ja kustannustehokkuus ovat olleet keskeiset kriteerit, joiden avulla sääntelyvaihtoehtoja on kartoitettu. Myös se, että havaitut markkinahäiriöt, joita sääntelyllä pyritään korjaamaan, esiintyvät Euroopan unionin tasolla, puoltaa EU-tason sääntelyä.

Tutkielmassa käsitellyt sääntelyteoreettiset näkökulmat voidaan tiivistää seuraavaan taulukkoon.

Vaikuttavuus	<ul style="list-style-type: none">+ EU:n laajuiset, yhtenäiset säännöt ja määritelmät.+ Säännöt ovat asetuksentasoisina suoraan sovellettavia.+ Jälkivalvonta sääntelyn toimivuuden osalta.- Tarkkojen valvonta- ja rangaistusmekanismien puute.
Kustannustehokkuus	<ul style="list-style-type: none">+ Finanssimarkkinatoimijoiden ja muun asiantuntemuksen hyödyntäminen lainlaadinnassa.- Sääntelytaakan kasvu.

²⁷⁶ Tässä yhteydessä tarkoitan erityisesti vihreän joukkovelkakirjan liikkeellelaskijoille ja sijoittajille aiheutuvia transaktiokustannuksia. Esimerkiksi lainsäätäjälle tai valvovalle toimielimelle aiheutuvat kustannukset eivät sinänsä juurikaan vaikuttane vihreiden joukkovelkakirjojen suosioon sijoitusinstrumenttina, mutta toki nekin on otettava sääntelyssä huomioon.

	-Tiedonanto- ja raportointivelvollisuudet rasittavat pienempiä toimijoita suhteellisesti enemmän. + / - Tekniset kriteerit sääntelykeinona.
--	--

Edellä käsitellystä sääntelyteoreettisesta osiosta käy myös ilmi sääntelystandardien yhteys toisiinsa ja se, miten ne voivat olla välillä keskenään ristiriidassa, ja välillä tukea toisiaan. Vaikuttavuus ja kustannustehokkuus ovat lähellä toisiaan, kun molemmissa keskitytään eri painotuksin asetettujen tavoitteiden saavuttamiseen. Esimerkiksi Määttä on esittänyt, että kustannustehokkuus voi luoda edellytyksiä sääntelyn paremmalle vaikuttavuudelle.²⁷⁷ Toisaalta tietyt mekanismit, kuten sääntelyn jälkivalvonta, voi tietyissä tapauksissa parantaa sääntelyn vaikuttavuutta, mutta heikentää kustannustehokkuutta.

Sääntelytarve on ollut pitkään oikeustieteellisen keskustelun kohteena, ja myös kestävä sijoittamista koskevan sääntely tulee todennäköisesti olemaan keskustelun ja arvioinnin kohde pitkään sen voimaantulon jälkeen. Arviointia kuitenkin hankaloittaa se, että vaihtoehtoisista kehityskuluista on vaikea sanoa mitään varmaa. Kestävä sijoittaminen on joka tapauksessa ollut kasvussa viime vuosina, mutta on mahdotonta ennustaa, kuinka suuriksi esimerkiksi sääntelyn pirstaloitumisesta tai määritelmien epäyhtenäisyydestä johtuvat ongelmat kasvaisivat ilman lainsäätäjän toimia.²⁷⁸

Se, kuinka paljon asetukset tulevat todellisuudessa vaikuttamaan kestävä sijoittamiseen, saadaan selville vasta, kun ne ovat tulleet voimaan ja niiden soveltamisesta on saatu kokemusta. Loppujen lopuksi vihreän sijoittamisen tulevaisuus riippuu kuitenkin sijoittajista itsestään, lainsäätäjä voi vain tarjota mahdollisimman ennustettavan ja vakaan toimintaympäristön. Kuten korkean tason asiantuntijaryhmän raportissakin todetaan, tärkeimpänä testinä ei ole se, miten annettuja suosituksia implementoidaan, vaan se, missä määrin kestävä sijoittaminen vakiinnuttaa asemansa finanssimarkkinoilla.²⁷⁹

²⁷⁷ Määttä 2009 s. 100.

²⁷⁸ Lisäksi tiedonantovelvollisuuteen liittyvänä haasteena on se, että tiedon käyttämiseen liittyy huomattavia epävarmuustekijöitä. Tiedon käyttäjät eivät esimerkiksi välttämättä osaa käyttää tietoa oikein tai ymmärrä sitä. Ks. Baldwin ym. 2012 s. 119-120.

²⁷⁹ HLEG 2018 s. 5.

5. Lopuksi

Tutkielman johtopäätöksenä voidaan todeta, että kestävä sijoittamista koskevan sääntelyn tärkeimpänä funktiona on informaation epätäydellisyyteen liittyvien markkinahäiriöiden korjaaminen. Informaatio-ongelmien korjaamiseen kytkeytyy myös muita sääntelyteoreettisia perusteita sääntelylle, kuten epävarmuuden hillintä markkinoilla²⁸⁰ ja ns. kollektiiviseen toimintaan ja yhteistyöhön liittyvät edut.

Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön tärkein tavoite on edellytysten luominen markkinoiden tehokkaalle toiminnalle. Avoimuudella ja läpinäkyvyydellä on tässä keskeinen asema.²⁸¹ Jos markkinat eivät itse syystä tai toisesta tuota riittävästi informaatiota, oikeudellinen interventio voi olla perusteltu. Sääntelijän tulee kuitenkin käyttää harkintaa, kun esimerkiksi tiedonantovelvollisuuksien tarkemmasta sisällöstä päätetään. Sääntely voi parhaimmillaan parantaa markkinaosapuolten luottamusta ja edistää finanssimarkkinoiden toimintaa, mutta se voi myös aiheuttaa tehottomuutta ja turhaa hallinnollista taakkaa.

Tiedon merkitys sijoittajille on hyvin selvä: jos sijoittaja haluaa tehdä sijoituspäätöksensä käyttäen yhtenä kriteerinä sijoituksen kestävyyttä, hän tarvitsee tavanomaisen sijoitustiedon lisäksi tietoa sijoituskohteen kestävyysliittävistä tekijöistä. Jotta vihreiden joukkovelkakirjojen markkinat voivat toimia tehokkaasti, on tärkeää huolehtia siitä, että sijoittajilla on riittävästi tietoa käytettävissään informoidun sijoituspäätöksen tekemiseksi.

Tiivistäen vihreisiin joukkovelkakirjoihin liittyvällä sääntelyllä pyritään vastaamaan kahteen ongelmaan: siihen, millä perusteella velkakirja voidaan katsoa vihreäksi, ja siihen, miten näistä seikoista tulee tiedottaa loppusijoittajille. Tarkoituksena on luottamuksen luominen kestävä sijoittamiseen, ja viimesijainen perustelu sääntelylle vaikuttaa olevan se, että ilman sääntelyä EU:n kestävyystavoitteet uhkaavat hidastua tai jäädä toteutumatta, kun viherpesuun liitetyt uhkakuvat häiritsevät pääomien siirtymistä kestäviin sijoituskohteisiin.

On myös huomattava, että monet kestävä sijoittamisen sääntelyyn liittyvät ongelmakohdat ja teoriat jäävät lopulta käytännön elämän testattaviksi. Empiirisiin tutkimusmenetelmin voidaan jälkikäteen mitata lainsäädännöstä seuranneita vaikutuksia. Ongelmaksi voi tosin tulla finanssialallakin oleva syy-seuraussuhteiden monimutkaisuus. Jos esimerkiksi vihreisiin joukkovelkakirjoitettuihin sijoitettu

²⁸⁰ Määttä 2009 s. 38-41.

²⁸¹ OECD 2010 s. 9.

varallisuus kasvaa, voidaanko sanoa, että kasvu johtuu juuri lainsäädännöstä, vai esimerkiksi yleisestä ympäristötietoisuuden ja ilmastohuolien kasvusta?²⁸²

Lopuksi on vielä korostettava, että EU:n lainsäädäntöpaketissa on kyse ennen kaikkea parempien toimintaedellytysten luomisesta vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoille. Sääntelyllä ei luoda varsinaisia kannustimia siirtää pääomia kestäviin sijoituskohteisiin. Oma tutkimuskysymyksensä olisi se, riittääkö pelkästään toimintaedellytysten luonti kestävän sijoittamisen kasvuun liittyvien tavoitteiden saavuttamiseen, vai tarvitsisivatko ne erityisiä kannustimia, ja millaisia tällaisten kannustimien pitäisi olla.²⁸³

Joka tapauksessa on tärkeää huolehtia siitä, että vihreillä joukkovelkakirjoilla on muiden kestävien sijoitusinstrumenttien ohella toimiva sääntely-ympäristö. Kestävällä rahoituksella on tärkeä rooli monen tämän vuosisadan merkittävimmän haasteen ratkaisemisessa. Toimivat vihreiden joukkovelkakirjojen markkinat eivät edistä vain sijoittajien, finanssimarkkinatoimijoiden ja rahoitusta etsivien tahojen etua, vaan myös ympäristön ja ilmaston etua.

²⁸² Lisäksi on huomattava, että yleisesti ottaen juuri lainsäädännöstä aiheutuneiden muutosten tunnistaminen on hyvin vaikeaa, johtuen lainsäädäntöinstrumenttien kausaalisuhteiden monimutkaisuudesta. Ks. Baldwin ym. 2012 s. 74-75.

²⁸³ Ks. kannustimista esim. Baily 2015 s. 469-477.

LÄHDELUETTELO

Virallislähteet

Comission Staff Working Document: Better Regulation Guidelines, SWD (2017) 350.

Comission Staff Working Document: Impact Assessment, SWD(2018) 264 final.

Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus kestävää sijoittamista helpottavasta kehyksestä, COM(2018) 353 final.

Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus kestäviin sijoituksiin ja kestävyysriskeihin liittyvien tietojen antamisesta ja direktiivin (EU) 2016/2341 muuttamisesta, COM(2018) 354 final.

Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus asetuksen (EU) 2016/1011 muuttamisesta vähähiilisyyden ja positiivisen hiilivaikutuksen vertailuarvojen osalta, COM(2018) 355 final.

Euroopan komissio, “Summary of the responses to the public consultation on Long-term and sustainable investment”, 2016.

Euroopan komissio, Feedback Statement on Public Consultation on Institutional Investors’ and Asset Managers’ Duties regarding Sustainability, 2018.

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto, EUVL C 326, 26.10.2012.

Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto, EUVL C 326, 26.10.2012.

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealla ja alueiden komitealle. Seuraavat toimet Euroopan kestävän tulevaisuuden varmistamiseksi. Kestävyttä edistävät EU:n toimet, SWD (2016) 390 final.

Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle. Kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma. COM(2018) 97 final.

Oikeuskirjallisuus

Bailey, Roy, *The Economics of Financial Markets*. Cambridge University Press 2005.

Baily, Brianna, *An Institutional Truth: Increasing Institutional Investor Involvement in Climate Finance*. *Georgetown International Environmental Law Review*, 27(3), s. 447-478.

Baldwin, Robert, *Rules and Government*. Oxford University Press 1995.

Baldwin, Robert - Cave, Martin - Lodge Martin, *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*. Second Edition. Oxford University Press 2012.

Bándi, Gyula – Szabo, Marcel – Szalai, Akos, *Sustainability, Law and Public Choice*. Europa Law Publishing 2014.

Barnard, Catherine, *The Substantive Law of the EU – The Four Freedoms*. Oxford University Press 2013.

Beales, Howard - Craswell, Richard - Salop, Steven, *The Efficient Regulation of Consumer Information*. *Journal of Law and Economics*, XXIV (3), December 1981, s. 491-539. Teoksessa Ogus, Anthony: *Regulation, Economics and the Law*. Edward Elgar 2001.

Black, Julia, *Rules and Regulators*. Oxford University Press 1997.

Black, Julia, *Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a 'Post-Regulatory' World*. *Current Legal Problems Annual*, 2001, Vol.54, s. 103-146.

Blackburn, William, *The sustainability handbook : the complete management guide to achieving social, economic, and environmental responsibility*. Environmental Law Institute 2015. Second edition.

Breen, Scott – Campbell, Catherine, *Legal Considerations for a Skyrocketing Green Bond Market*. *Natural Resources Environment*, 31(3), s. 16-20.

Brinkman, Marcel, *Incentivizing Private Investment in Climate Change Mitigation*. Teoksessa Kingsbury, Benedict – Rudyk, Bruce – Stewart, Richard, *Climate finance : regulatory and funding strategies for climate change and global development*. New York University Press 2009.

Burns, Tom, *Better Lawmaking? An evaluation of lawmaking in the European Community*. Teoksessa Craig, Paul – Harlow, Carol, *Lawmaking in the European Union*. Kluwer Law International 1998.

Cafaggi, Fabrizio – Scott, Colin – Senden, Linda, The Conceptual and Constitutional Challenge of Transnational Private Regulation. *Journal of Law and Society*, Volume 38, Number 1, March 2011.

Cooter, Robert – Ulen, Thomas, *Law & Economics*, 6th Edition. Pearson 2014.

Easterbrook, Frank - Fischel, Daniel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. *Virginia Law Review*, 70 (4) May 1984, s. 669-715. Teoksessa Ogus, Anthony: *Regulation, Economics and the Law*. Edward Elgar 2001.

Furner, Mary, From “State Interference” to the “Return of the Market”: The Rhetoric of Economic Regulation from the Old Gilded Age to the New. Teoksessa Balleisen, Edward – Moss, David, *Government and Markets – Toward a New Theory of Regulation*. Cambridge University Press 2010.

Gunningham, Neil - Grabosky, Peter, *Smart Regulation, Designing Environmental Policy*. Oxford University Press 1998.

den Hertog, Johan, General Theories of Regulation. Teoksessa Bouckaert, Boudewijn – De Geest, Gerrit, *Encyclopedia of Law and Economics*, Volume III. The Regulation of Contracts. Edward Elgar 2000.

Howells, Geraint, ”Soft law” in EC consumer law. Teoksessa Craig, Paul – Harlow, Carol, *Lawmaking in the European Union*. Kluwer Law International 1998.

Huovinen, Sakari, Yhteissääntely ja itsesääntely – julkisen vallan tehtäviä muuttavat sääntelykeinot. *Lakimies* 7–8/2006 s. 1206–1224.

Huovinen, Sakari, Luottamus uusien sääntelykeinojen edellytyksenä. *Lakimies* 3/2007 s. 335-356.

Hämäläinen, Annika – Keinänen, Anssi – Muhonen, Emmi, Sääntelyn syyt – Empiirinen tarkastelu sääntelyn syistä vuoden 2009 hallituksen esityksissä. *Edilex* 2013/5.

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville, *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Lakimiesliiton kustannus 2013.

Isberg, Sofia – Nilsson, Jonas – Nordvall, Anna-Carin, The information search process of socially responsible investors. *Journal of Financial Services Marketing* 15.1.2010 s. 5-18

Kanniainen, Vesa - Määttä, Kalle, Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. Lakimiesliiton Kustannus 1999.

Keinänen, Anssi, Miksi ja miten sääntelyn noudattamista tulisi arvioida säädösvalmistelussa? *Lakimies* 6/2013 s. 1099-1117.

Kim, Stephen, Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution. *Stanford Journal of International Law* Volume 54, Number 1 2018, s. 1-48.

Knuts, Mårten, Arvopaperimarkkinoiden sääntely, s. 787-852 teoksessa Seppo Villa, Manne Airaksinen, Johan Bärlund, Jyrki Jauhiainen, Timo Kaisanlahti, Mårten Knuts, Petri Kuoppamäki, Seppo Kymäläinen, Jukka Mähönen, Taina Pihlajarinne, Juha Raitio, Kirsti Rissanen, Klaus Viitanen, Thomas Wilhelmsson, Yritysoikeus. Talentum 2014.

Knuts, Mårten – Parkkonen, Jarmo, Arvopaperimarkkinalaki. Talentum 2014.

Kokko, Kai, Ympäristöoikeuden tutkimusmetodeista Suomessa. *Ympäristöjuridiikka* 1/2016 s. 29-42.

Kokko, Kai, Ympäristöoikeuden perusteet: yleiset opit, sääntely ja ratkaisun teoria. Edita 2017.

Kokko, Kai - Similä, Jukka, Oikeudellinen sääntely ja metsäluonnon monimuotoisuus. Ympäristöpolitiikan ja -oikeuden vuosikirja 2009. s. 69-129.

Molle, Willem, *The Economics of European Integration: Theory, practice, policy*, 5th edition. Ashgate 2006.

Määttä, Kalle, Oikeudellisen sääntelyn tutkimus – lastuja sääntelyteoriasta. *Oikeus* 2002 (31); 2: 132–142.

Määttä, Kalle, Oikeustaloustieteen perusteet. Edita Publishing Oy 2006.

Määttä, Kalle, Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 2009.

Määttä, Kalle – Pulliainen, Kyösti, *Johdatus ympäristötaloustieteeseen*. Talentum 2003.

Määttä, Tapio, Metodinen pluralismi oikeustieteessä – ympäristöoikeudellisen tutkimuksen suuntaukset ja menetelmät. *Edilex* 2015/45.

Ogus, Anthony, Rethinking Self-regulation. *Oxford Journal of Legal Studies* , 15 (1), Spring 1995, s. 97-108. Teoksessa Ogus, Anthony: *Regulation, Economics and the Law*. Edward Elgar 2001.

Pölönen, Ismo, Paikallisten osallistumisoikeudet malminetsintä- ja kaivoslupavaiheissa – uuden kaivoslain arviointia. *Ympäristöjuridiikka* 2/2012 s. 70-105.

Similä, Jukka, Ympäristösääntely ja arvioinnin näkökulmat. *Oikeus* 2002 (31), 2, s. 178-201.

Stiglitz, Joseph, Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation. Teoksessa Balleisen, Edward – Moss, David, Government and Markets – Toward a New Theory of Regulation. Cambridge University Press 2010.

Sunstein, Cass, The Functions of Regulatory Statutes. After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State, Chapter 2, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 47-73, notes. Teoksessa Ogus, Anthony: Regulation, Economics and the Law. Edward Elgar 2001.

Tala, Jyrki, Oikeussääntelyn määrä ja vaihtoehdot. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 1999.

Tala, Jyrki, Lakien vaikutukset. Lakiuudistusten tavoitteet ja niiden toteutuminen lainsäädäntöteoreettisessa tarkastelussa. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 2001.

Tala, Jyrki, Lainsäädäntötutkimus – turhaa vai tarpeellista? Oikeus 2004 (33), 4, s. 378-397.

Tala, Jyrki, Lakien laadinta ja vaikutukset. Edita Publishing Oy 2005.

Tala, Jyrki, Selvitys vaihtoehtojen hyödyntämisestä erityisesti yrityksiin vaikuttavan lainsäädännön valmistelussa. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 2007.

Tala, Jyrki, Laki ei ole ilmaishyödyke – Sääntelyn kustannusten ja niiden hillitsemisen tarkastelua. Lakimies 1/2016 s. 3-25.

Tala, Jyrki, Katsaus oikeudellisen sääntelyn uusiin muotoihin. Edilex 2010 s. 185-203. Julkaistu aiemmin teoksessa Oikeussosiologiaa ja kriminologiaa Juhlajulkaisu Ahti Laitinen 1946–24/4–2006. Toimituskunta Eero Backman, Heikki Kulla, Jyrki Tala, toim. Timo Ahonen Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta 2006.

Talbot, Kevin, What Does Green Really Mean: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market. Villanova Environmental Law Journal, 28(1) 2017, s. 127-146.

Tepora, Janne – Kaisto, Janne – Hakkola, Esa, Esinevakuudet. Kauppakamari 2016.

Trompeter, Luke, Green Greed Is Good: How Green Bonds Cultivated into Wall Street's Environmental Paradox. Sustainable Development Law and Policy Brief, Vol. XVII, No. 2, 2017 s. 4-11.

Turtiainen, Matti, Sijoituspalvelut ja asiakas. Alma 2018.

Wang, Echo, Financing Green: Reforming Green Bond Regulation in the United States. Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law 2017 (12), s. 467-492.

Muut lähteet

Brundtlandin komission raportti "Yhteinen tulevaisuutemme" 1987, Report of the World Commission on Environment and Development, United Nations, General Assembly, A/42/427.

Climate Bonds Initiative, Climate Bond Standards. Saatavilla osoitteessa <https://www.climatebonds.net/>.

EuroSIF 2018, European SRI Study 2018.

G20 Green Finance Study Group, G20 Green Finance Synthesis Report.

High-Level Expert Group on Sustainable Finance 2018, Financing a Sustainable European Economy, Final report.

International Capital Markets Association, Green Bond Principles. Saatavilla osoitteessa <https://www.icmagroup.org/>.

OECD 1995, Recommendation on Improving the Quality of Government Regulation.

OECD 2010, Policy framework for effective and efficient financial regulation: General guidance and high-level checklist.

OECD 2017, Green Finance and Investment. Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition. Pariisin sopimus 2015.

Principles for Responsible Investment. Saatavilla osoitteessa <https://www.unpri.org/>.

Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015: 70/1. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development.

Resolution adopted by the General Assembly on 27 July 2015[without reference to a Main Committee (A/69/L.82)] 69/313. Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development.

Routes to Better Regulation - A guide to alternatives to classic regulation. Better Regulation Task Force 2005.

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
CAB	Climate Awareness Bond
CBI	Climate Bonds Initiative
CBS	Climate Bonds Standards
ESA	European Supervisory Authorities
ESG	Environmental, Social, Governance
EU	Euroopan unioni
FivaL	Laki Finanssivalvonnasta (19.12.2008/878)
GBP	Green Bond Principles
HLEG	High-Level Expert Group on Sustainable Finance
ICMA	International Capital Market Association
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PRI	Principles of Responsible Investment
SEU	Sopimus Euroopan unionista
SEUT	Sopimus Euroopan unionin toiminnasta
YK	Yhdistyneet Kansakunnat